



گواهی سپرده سهام، ابزار نوین در تامین مالی، حفظ کنترل مدیریتی و افزایش نقدشوندگی در بازار سرمایه

مهدی ذوالفقاری^۱
رضا کیانی^۲

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۷

چکیده

با توسعه بازارهای مالی در کشورهای توسعه یافته و نوظهور، ابزارهای مالی متنوعی در این بازارها برای تأمین خواسته‌های طیف گسترده و متنوعی از سرمایه‌گذاران ارائه شده است. این ابزارهای شامل طیف گسترده‌ای از انواع سهام، اوراق با درآمد ثابت، قراردادهای مشتقه و ترکیبی از موارد فوق است. در این بین گواهی سپرده سهام به‌عنوان یکی از محصولات مهندسی مالی، نه تنها به عنوان ابزار تأمین مالی در بازارهای سرمایه ایفای نقش می‌کند، بلکه با توجه به برخورداری از ویژگی‌های منحصر به فرد، ضمن حفظ کنترل مدیریتی سهامداران عمده، موجب افزایش کارایی بازار سهام از طریق افزایش نقدشوندگی سهام نیز می‌گردد. در این رابطه با توجه به نقدشوندگی پایین بازار سرمایه ایران و تمایل کم شرکت‌های بورسی به تأمین مالی (علی‌رغم نیاز جدی) از طریق انتشار سهام جدید به دلیل کاهش کنترل مدیریتی، پژوهش حاضر به معرفی، بومی‌سازی و ارائه مدل عملیاتی گواهی سپرده سهام به‌عنوان ابزار جدید در تأمین مالی شرکتی (بدون کاهش کنترل مدیریتی) و افزایش کارایی بازار سرمایه (از طریق افزایش نقدشوندگی) پرداخته است.

واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، سهام پایه، گواهی سپرده سهام، تأمین مالی، نقدشوندگی.

۱- دکترای اقتصاد مالی دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران (نویسنده مسئول) m.zolfaghari@modares.ac.ir

۲- مدیر واحد تحقیق و توسعه شرکت بورس و اوراق بهادار تهران، ایران rsn.kiani@gmail.com

۱- مقدمه

نقش و اهمیت بازارهای مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها به صورتی است که می‌توان تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته را در درجه کارآمدی و کارایی این بازارها یافت (یاوری و همکاران، ۱۳۹۵). بازار سرمایه به‌عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به‌سزایی در تأمین امکانات مالی و سرمایه‌ای در جهت تخصیص بهینه منابع به‌منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه، بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه، اثر خالص مثبت بر پس‌انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی داشته است (پاتریک، ۱۹۹۶، جانسون، ۱۹۹۶، گرین وود، ۱۹۹۷، راس لوین، ۱۹۹۸، ۱۹۹۹، ۲۰۰۱، ۲۰۰۰، چونگ، ۲۰۰۱ و کلی، ۲۰۰۴). بازارهای توسعه‌یافته سرمایه در اقتصادهای پیشرو با معرفی طیف گسترده‌ای از انواع محصولات مالی، بستر حضور سرمایه‌گذاران با خواسته‌های متنوع را با هدف تأمین مالی و سرمایه‌گذاری سودآور فراهم نموده است. از این رو با توجه به نقش ابزارهای مالی مختلف در توسعه بازارهای سرمایه (و بالطبع توسعه اقتصاد کشورها)، در بازار سرمایه ایران فقدان یا کم‌رنگ بودن ابزارهای مالی متنوع موجب سهم کم این بازار در تأمین مالی اقتصاد کشور طی سال‌های گذشته شده است (حیدری و قاضی‌زاده، ۱۳۹۳). براساس آخرین گزارش منتشر شده، سهم بازار سرمایه کشور از تأمین مالی در سال ۱۳۹۲ تنها ۸ درصد بوده است^۱ (کیانی و همکاران، ۱۳۹۳). این در شرایطی است که پس از تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۴، ظرفیت قانونی برای معرفی و پیاده‌سازی ابزارهای مالی جدید فراهم شده است^۲. در مجموع یکی از کاستی‌های بازار سرمایه کشور کمبود ابزارهای مالی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران با خواسته‌های متفاوت است.

از سوی دیگر به اعتقاد برخی محققین مالی، در حال حاضر، نقدشوندگی پایین بازار سرمایه و عدم تمایل سهامداران عمده به عرضه سهام خود به‌عنوان مهم‌ترین موانع اصلی در عدم موفقیت ابزارهای مالی جدید است. به اعتقاد این کارشناسان، معرفی ابزارهای مالی جدید در شرایط حاضر، کمکی به توسعه بازار سرمایه نخواهد کرد، زیرا پیش‌نیاز موفقیت این ابزارها، کارایی بهتر بازار از جمله نقدشوندگی بالا است. با این تفسیر می‌توان بیان داشت معرفی ابزارهای مالی جدید که قادر به افزایش نقدشوندگی (و همچنین کاهش حجم سهام نگهداری شده از سوی سهامداران عمده) در بازار باشد، به‌عنوان یکی از پیش‌نیازهای اساسی برای بسترسازی در معرفی ابزارهای مالی جدید، ضرورت دارد. در بورس‌های توسعه‌یافته و بین‌المللی جهان، برخی ابزار جدید جهت رفع دو چالش فوق در کنار افزایش حضور شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی و تقویت تعاملات بین‌المللی بورس‌ها معرفی شده است که یکی از مهم‌ترین ابزارها در این رابطه "رسید سپرده"^۳ یا "گواهی سپرده"^۴ است (باتی و آسوسیکانتس^۵، ۲۰۱۴).

انتشار این اوراق بهادار نه تنها موجب افزایش نقدشوندگی سهام در بورس‌ها و امکان دسترسی بنگاه‌های اقتصادی خارجی به بازارهای سرمایه داخلی را فراهم می‌کند، بلکه امکان سرمایه‌گذاری خارجی برای سهامداران داخلی را از طریق خرید و دادوستد این اوراق بهادار فراهم می‌کند. مجموعه ویژگی‌های فوق در

کنار قابلیت این اوراق در حفظ کنترل مدیریتی سهامداران عمده، این ابزار را به یکی از مهمترین محصولات مهندسی مالی در این بازارها تبدیل کرده است. رسید سپرده برای اولین بار در سال ۱۹۲۷ در آمریکا تحت عنوان "رسید سپرده آمریکایی" برای دسترسی شرکت‌های انگلیسی به بازارهای سهام آمریکا منتشر شد. از آن زمان تاکنون علاوه بر بازارهای سهام (نیویورک^۶، نزدک^۷ و بورس آمریکا^۸) و خارج از بورس^۹ آمریکا که به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار سهام دنیا از لحاظ تعداد پذیرش رسید سپرده شرکت‌های خارجی از بیش از ۶۰ کشور جهان محسوب می‌شود، سایر بازارهای سهام توسعه‌یافته نظیر لندن، ژاپن، هنگ‌کنگ و... نیز اجازه انتشار رسید سپرده در بازارهای سهام داخلی را داده‌اند. با توجه به تجربیات موفق بازار رسید سپرده در بورس‌های توسعه‌یافته، در سال‌های اخیر بسیاری از بورس‌های نوظهور و درحال توسعه نظیر برزیل، تایوان، تایلند، هند و... نیز جهت بهره‌مندی از پتانسیل‌های این ابزار مالی، با تصویب قوانین و مقررات مربوطه، اجازه انتشار رسید سپرده به شرکت‌های داخلی و خارجی را در بازارهای سهام خود داده‌اند. در حال حاضر پذیرش رسید سپرده نزدیک به ۴ درصد از کل پذیرش‌ها در بازارهای اوراق بهادار جهان را تشکیل می‌دهند (کوساندی^{۱۰}، ۲۰۱۵). این ابزار به دو صورت ملی و بین‌المللی در بازارهای سرمایه منتشر می‌گردد. رسید سپرده ملی از سوی شرکت‌های داخلی در بازارهای سرمایه داخلی منتشر می‌گردد و رسید سپرده فراملی از سوی شرکت‌های داخلی در بازارهای سرمایه سایر کشورها منتشر می‌گردد.

در مجموع، از یکسو نظر به موفقیت نسبی که این ابزار مالی در اکثر بازارهای سرمایه کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه داشتند، و از سوی دیگر با توجه به قابلیت این ابزار در افزایش نقدشوندگی، تأمین مالی در کنار حفظ کنترل مدیریتی، در پژوهش حاضر ضمن بررسی یافته‌های سایر محققین در خصوص قابلیت این ابزار به معرفی ساختار انتشار، دادوستد و ابطال آن پرداخته و در ادامه با تشریح مزایا و معایب آن و مروری برخی تجربیات خارجی به ارائه مدل عملیاتی این ابزار در بازار سرمایه کشور پرداخته خواهد شد. در پایان نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها برای بورس اوراق بهادار تهران ارائه خواهد شد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

با توجه به گسترش استفاده از رسید سپرده در بورس‌های مختلف جهان، طی سال‌های اخیر برخی مطالعات به بررسی نتایج واقعی انتشار رسید سپرده در بورس‌های مختلف جهان پرداخته‌اند. در ادامه به بررسی برخی نتایج این تحقیقات اشاره می‌گردد.

وازکوز و جیمنز^{۱۱} (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای بر روی تعدادی از شرکت‌های مستقر در کشورهای برزیل، آرژانتین، مکزیک، شیلی، کلمبیا و پرو که اقدام به انتشار رسید سپرده آمریکایی (ADR^{۱۲}) در بورس آمریکا کرده بودند به این نتیجه رسیدند که در ۰/۸۲ موارد یکی از رویدادهای زیر اتفاق افتاده است:

- عرضه رسید سپرده آمریکایی در بورس آمریکا موجب کاهش نوسانات قیمت سهام پایه در بازار محلی شده است (۰/۵۹).

- عرضه رسید سپرده آمریکایی در بورس آمریکا موجب بهبود کارایی سهام پایه در بازار محلی شده است (۰/۳۲).
 - عرضه رسید سپرده آمریکایی در بورس آمریکا موجب کاهش نوسانات و افزایش کارایی سهام پایه در بازار محلی شده است.
- ایتون و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۷) در بررسی پذیرش چندگانه سهام حدود ۲۰ کشور (از جمله کشورهای آمریکای لاتین) از طریق رسید سپرده آمریکایی به این نتیجه رسیدند که این اقدام موجب کاهش ریسک شفافیت و ریسک سیستماتیک در بازار محلی این کشورها می‌شود.
- عبدالله و محسن سعید^{۱۴} (۲۰۱۱) در بررسی بازارهای سهام آرژانتین، برزیل، شیلی و مکزیک به این نتیجه رسیدند که افزایش در حجم معاملات ناشی از انتشار رسید سپرده (در بازار آمریکا) به دلیل کاهش بخش‌بندی بازار^{۱۵} و افزایش حمایت از سهامداران است.
- چانگ و کوربیت^{۱۶} (۲۰۱۲) در بررسی شرکت‌های استرالیایی با تأیید "فرضیه پیوند"^{۱۷} به این نتیجه رسیدند که وقتی شرکت‌ها از طریق انتشار رسید سپرده پذیرش چندگانه می‌شوند، بازدهی (عایدی) سهامداران کنترلی کاهش می‌یابد.
- لام‌دانگ و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر انتشار رسید سپرده بر هم حرکتی نقدشوندگی^{۱۹} در ۳۹ کشور طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۶ پرداخت. نتایج این مطالعه نشان داد که انتشار رسید سپرده شرکت‌ها در بازار خارجی موجب کاهش هم‌حرکتی نقدشوندگی در بازار محلی (به اندازه ۸/۱ درصد) و افزایش هم‌حرکتی نقدشوندگی در بازار خارجی (به اندازه ۱۰/۴ درصد) می‌شود. این اثرات منفی (کاهش) برای کشورهایی که دارای بخش‌بندی بالا^{۲۰}، محیط اطلاعاتی غیرشفاف و زیرساخت‌های نهادی ضعیف‌تری هستند، بارزتر است. در این رابطه می‌توان بیان داشت، زمانی که سهام یک شرکت در بازارهای خارجی از طریق انتشار رسید سپرده پذیرش چندگانه می‌شود، در صورتی که یک شوک قوی، نقدشوندگی سهام کل بازار را تحت تأثیر قرار دهد، نقدشوندگی سهام شرکت مذکور کمترین تأثیر را از این شوک می‌پذیرد.
- کوساندی^{۲۱} (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی شرکت‌های مستقر در ۴۱ کشور که در بورس آمریکا اقدام به پذیرش چندگانه^{۲۲} از طریق انتشار رسید سپرده آمریکایی طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۸۳ کرده بودند، پرداخت. نتایج این مطالعه نشان داد این شرکت‌ها دارای کشش پس‌انداز نقدی^{۲۳} (حساب وجوه نقدی) بیشتری نسبت به قیمت سهام در مقایسه با شرکت‌های پذیرش نشده هستند. این کشش علی‌الخصوص برای شرکت‌هایی که قیمت آن‌ها حاوی اطلاعات بیشتری است، بارزتر است. بنابراین شرکت‌هایی که ارزش آن‌ها در بورس آمریکا افزایش می‌یابد، انگیزه زیادی برای افزایش سرمایه دارند و از این‌رو وجوه نقدی آن‌ها افزایش می‌یابد. این انگیزه و تلاش صورت گرفته برای افزایش سرمایه وجوه در این گروه از شرکت‌ها بیشتر است. در واقع با افزایش قیمت سهام انگیزه سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها افزایش می‌یابد. در مجموع مهم‌ترین نتیجه مستخرج از این مقاله بر این موضوع اشاره دارد که مدیران شرکت پس از پذیرش چندگانه

به دلیل الزامات شفاف‌سازی سخت‌گیرانه، انگیزه کمتری به تصاحب سهام سهامداران دارند و در نتیجه با توجه به حمایت سخت‌گیرانه از حقوق سهامداران، مشکلات سازمانی^{۲۴} این شرکت‌ها کاهش و دقت بیشتری در سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها ایجاد می‌شود. یعنی با احتمال کمی سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد از سوی این سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد.

در یک تعریف کلی، رسید (گواهی) سپرده، گواهی قابل دادوستد است که در بازار سرمایه میزبان^{۲۵} توسط یک نهاد سپرده‌گذاری به نمایندگی از مالکیت اوراق بهادار در یک شرکت (پذیرش‌شده در بازار سرمایه محلی^{۲۶}) منتشر می‌شود. بر اساس این تعریف به‌طور معمول، دارنده رسید سپرده به‌عنوان مالک حقوقی این اوراق (تحت عنوان اوراق بهادار پشتیبان) که نزد نهاد سپرده‌گذاری، سپرده‌شده تلقی می‌گردد و از کلیه عواید مالی و حقوقی آن براساس "توافقنامه سپرده‌گذاری"^{۲۷} منتفع می‌شوند. در این رابطه نهاد سپرده‌گذاری به عنوان وکیل یا نماینده دارندگان رسید سپرده با ناشر براساس توافقنامه فی‌مابین (توافقنامه سپرده‌گذاری) مسئول حفظ کلیه حقوق دارندگان رسید سپرده در برابر ناشر است. اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده می‌تواند یکی از موارد زیر باشد:

- سهام معمولی
- سهام ممتاز
- ETF
- اوراق قرضه

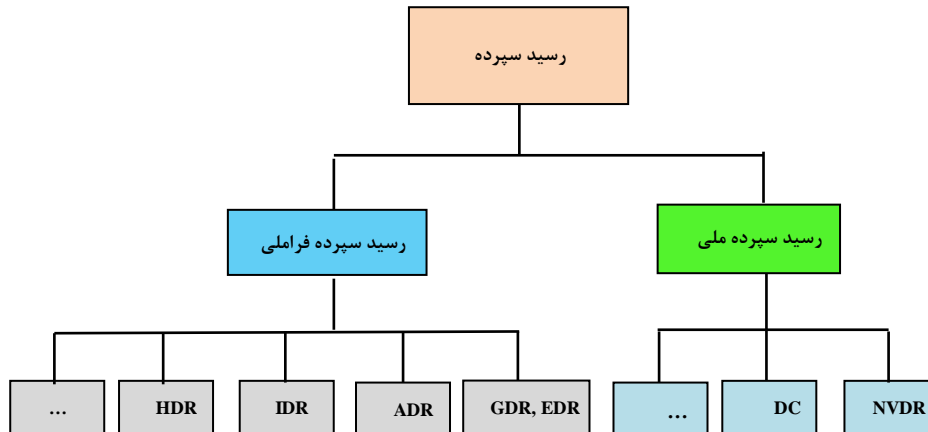
با این وجود در اکثر موارد، سهام معمولی به‌عنوان اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده در نظر گرفته می‌شود. با بررسی الزامات این ابزار مالی در کشورهای مورد بررسی، مشاهده می‌گردد که تفاوت چندانی در الزاماتی نظیر انتشار، شفاف‌سازی، گزارشگری، مالیات و... این ابزار با سهام عادی وجود ندارد. در واقع ساختار انتشار و دادوستد این ابزار شباهت بسیار نزدیکی به ساختار انتشار و دادوستد سهام در بورس‌ها دارد. البته در برخی از انواع رسیده‌های سپرده، آسان‌گیری‌هایی برای پذیرش این اوراق نسبت به پذیرش سهام در نظر گرفته و مشوق‌هایی نظیر مشوق‌های مالیاتی برای دارندگان این اوراق لحاظ می‌شود.

رسید سپرده در بازار میزبان براساس نرخ ارز رسمی آن کشور قیمت‌گذاری می‌شود. معمولاً قیمت انتشار رسید سپرده نیز براساس قیمت جاری سهام در بازار محلی تعیین می‌شود. همچنین یک ورقه رسید سپرده می‌تواند براساس یک سهم، چند سهم و یا بخشی از یک سهم (به عنوان نمونه دو ورقه در مقابل یک سهم) منتشر گردد.

۲-۱- انواع رسید سپرده

با بررسی انواع مختلف رسید سپرده در نقاط مختلف جهان می‌توان به یک دسته‌بندی کلی از رسید سپرده براساس محل انتشار آن رسید. در این راستا برخی از رسیده‌های سپرده در بازارهای سرمایه سایر کشور منتشر می‌گردد و در اصطلاح می‌توان آن را "رسید سپرده فراملی" نام‌گذاری نمود. برخی دیگر از انواع

رسید سپرده صرفاً در بازارهای سرمایه داخلی منتشر می‌گردد که می‌توان آن را در اصطلاح "رسید سپرده ملی" نام‌گذاری نمود. شکل (۱) ساختار کلی رسید سپرده براساس طبقه‌بندی اشاره شده را نشان می‌دهد:



شکل ۱- طبقه‌بندی رسید سپرده بر اساس مشخصه‌های جغرافیایی

الف) رسید سپرده ملی

رسید سپرده ملی، اوراقی است که توسط یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با سپرده‌گذاری سهام پایه (پشتیبان) نزد یک نهاد واسط (نهاد سپرده‌گذار) در همان بازار منتشر می‌گردد. این اوراق قابلیت دادوستد در بازار ثانویه را دارند و حتی می‌توانند با سهام شرکت ناشر نیز دادوستد شوند. این اوراق با عناوین مختلف در برخی از بورس‌های جهان نظیر بورس هلند، بلژیک، لوکزامبورگ، تحت عنوان گواهی سپرده^(۲۸) (DC) و بورس تایلند تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی^(۲۹) (NVDR) منتشر می‌شوند. در خصوص حق رأی DC می‌توان بیان داشت که در برخی کشورها، دارندگان این اوراق دارای حق رأی بوده، در برخی موارد دارای حق رأی محدود و در برخی دیگر بدون حق رأی هستند. با این وجود در کلیه موارد، دارندگان این اوراق از کلیه منافع و عایدی سهام پایه همانند سایر سهامداران برخوردار هست. لازم به ذکر است که گواهی رسید سپرده سهام معرفی شده در این پژوهش، از رسید سپرده ملی الهام گرفته است.

ب) رسید سپرده فراملی

رسید سپرده فراملی دارای چارچوبی مشابه با رسید سپرده ملی است با این تفاوت که این اوراق توسط یک ناشر در بورس محلی از طریق یک نهاد سپرده‌گذاری، در بازار سرمایه سایر کشورها منتشر می‌گردد. چارچوب کلی این نوع رسید در بخش گذشته بیان گردید. با بررسی تجربیات جهانی مشاهده می‌گردد که انواع مختلف رسید سپرده در این گروه معرفی شده است، حتی برخی رسیده‌ها امکان انتشار در دو یا چند بازار خارجی را دارند و برخی دیگر صرفاً در یک کشور میزبان منتشر می‌شوند^{۳۰}.

رسید سپرده جهانی (GDR^{۳۱}) و رسید سپرده اروپایی (EDR^{۳۲})، به عنوان معتبرترین رسید سپرده در بازارهای مالی جهان بشمار می آید که توسط یک بانک سپرده‌گذار بین‌المللی در بورس‌های معتبر بین‌المللی نظیر بورس‌های آمریکا و انگلستان پذیرش می‌شود. در این مدل، متقاضی محلی با ارائه مستندات لازم به یک بانک سپرده‌گذار بین‌المللی (نظیر جی‌پی مورگان) درخواست انتشار رسید سپرده جهانی در یکی از بازارهای معتبر می‌کند. در صورت تأمین شرایط لازم و موافقت بورس میزبان، سهام متقاضی نزد یک امین محلی مورد تأیید بانک سپرده‌گذار بین‌المللی سپرده و به پشتوانه آن، رسید سپرده جهانی توسط یک نهاد سپرده‌گذاری در بازار میزبان (پس از عقد توافقنامه سپرده‌گذاری) منتشر می‌شود. ساختار انتشار این اوراق مشابه موارد ذکر شده در فوق هست، با این تفاوت که بانک سپرده‌گذار بین‌المللی به عنوان واسط بین ناشر و نهاد سپرده‌گذاری بورس میزبان ایفای نقش می‌کند. رسید سپرده امریکایی (ADR)، رسید سپرده هند (IDR^{۳۳})، رسید سپرده هنگ‌کنگ (HDR^{۳۴}) و... از دیگر انواع رسید سپرده فراملی می‌باشند که پذیرای حضور غیرمستقیم شرکت‌های خارجی در بازارهای سرمایه داخلی هستند.

با توجه به اینکه تنها تفاوت بین رسید سپرده ملی و فراملی در بازار میزبان هست، در بخش بعدی سازوکار انتشار، مبادله و ابطال رسید سپرده‌های فراملی ارائه می‌شود با این تفاوت که در نوع ملی، بازار میزبان، همان بازار محلی است. از این رو تشریح ساختار کلی انتشار، دادوستد و ابطال رسید سپرده برای هر دو نوع یکسان هست.

۲-۲- ساختار کلی انتشار و دادوستد

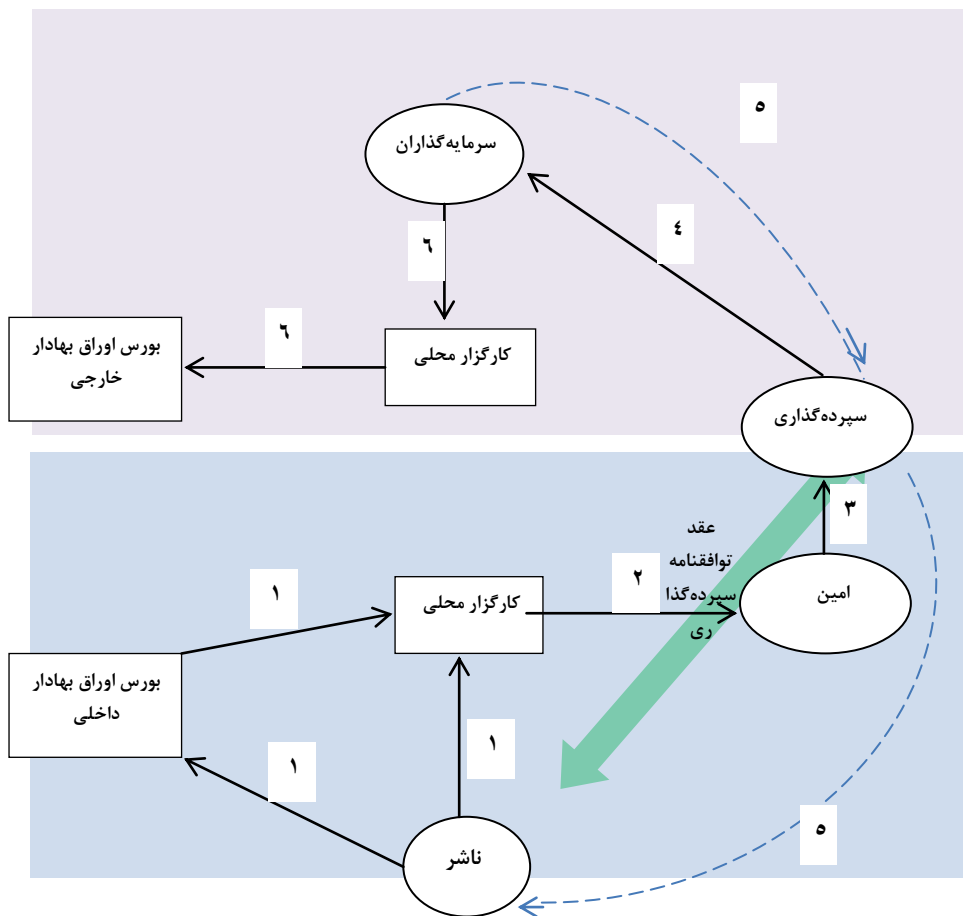
۲-۲-۱- انتشار

قبل از انتشار رسید سپرده، ناشر بایستی پس از بررسی قوانین و مقررات بازار داخلی و فرابازاری (نظیر قوانین انتقالات ارزی، قانون شرکت‌ها و...) و قوانین کشور میزبان و کسب اطمینان از عدم وجود مانع برای پذیرش رسید سپرده پس از اخذ موافقت هیأت‌مدیره و مجمع عمومی، اقدام به مذاکره با نهاد سپرده‌گذاری در کشور میزبان می‌کند. پس از توافق طرفین در خصوص انتشار رسید سپرده، یک توافقنامه همکاری تحت عنوان "توافقنامه سپرده‌گذاری" بین ناشر و سپرده‌گذاری منعقد می‌شود. به طور معمول این توافقنامه شامل:

- تعهدات سپرده‌گذاری در خصوص پیگیری اخذ مجوز انتشار رسید سپرده از مراجع حقوقی و مرتبط در بازار سرمایه میزبان
- تعهدات سپرده‌گذاری در قبال دارندگان رسید سپرده (اعم از انتشار رسید سپرده، توزیع سود و سایر عواید مالی، انتشار گزارش‌های دوره‌ای، اطلاع‌رسانی و...)
- موارد مربوط به حق رأی دارندگان رسید سپرده و چگونگی انتقال حق رأی آن‌ها (در صورت وجود)
- تعهدات ناشر به سپرده‌گذاری و دارندگان رسید سپرده در خصوص تبعیت از قوانین و مقررات بازار سرمایه میزبان
- شرایطی که براساس آن ناشر می‌تواند اقدام به جایگزینی نهاد سپرده‌گذاری با نهاد دیگری کند.
- شرایط مربوط به بازخرید و ابطال رسید سپرده

- شرایط مربوط به افزایش سرمایه از طریق انتشار مجدد رسید سپرده در آینده

پس از عقد توافقنامه و تعیین امین از سوی سپرده‌گذاری (یا نهادی که موظف به سپرده‌گیری سهام پایه در بازار داخلی است) مرحله اجرایی انتشار رسید سپرده آغاز می‌گردد. شکل (۲): روند کلی انتشار رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان را نشان می‌دهد.



شکل ۲- روند کلی انتشار رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان

- در مرحله نخست، ناشر به کارگزار محلی، سفارش انتقال سهام پایه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را به امین می دهد. البته ناشر می تواند بجای سپرده گذاری سهام موجود، با انتشار سهام جدید در بورس اوراق بهادار، آن ها را از طریق کارگزار نزد امین سپرده کند.
- پس از سپرده شدن سهام نزد امین، امین ضمن تأیید دریافت سهام، مشخصات سهام را برای سپرده گذاری ارسال می کند. در صورت تعامل بالای بین دو بورس، این امکان وجود دارد که سهام به صورت مستقیم نزد سپرده گذاری در بازار میزبان سپرده شود.
- در مرحله بعد سپرده گذار اقدام به عرضه اولیه رسید سپرده به سرمایه گذران می کند و وجوه جمع آوری شده را پس از کسر کارمزد سپرده گذاری و امین (و هر آنچه در توافقتنامه سپرده گذاری آمده است) به ناشر انتقال می دهد.
- و در ادامه سرمایه گذاران می توانند اقدام به دادوستد رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان کند.

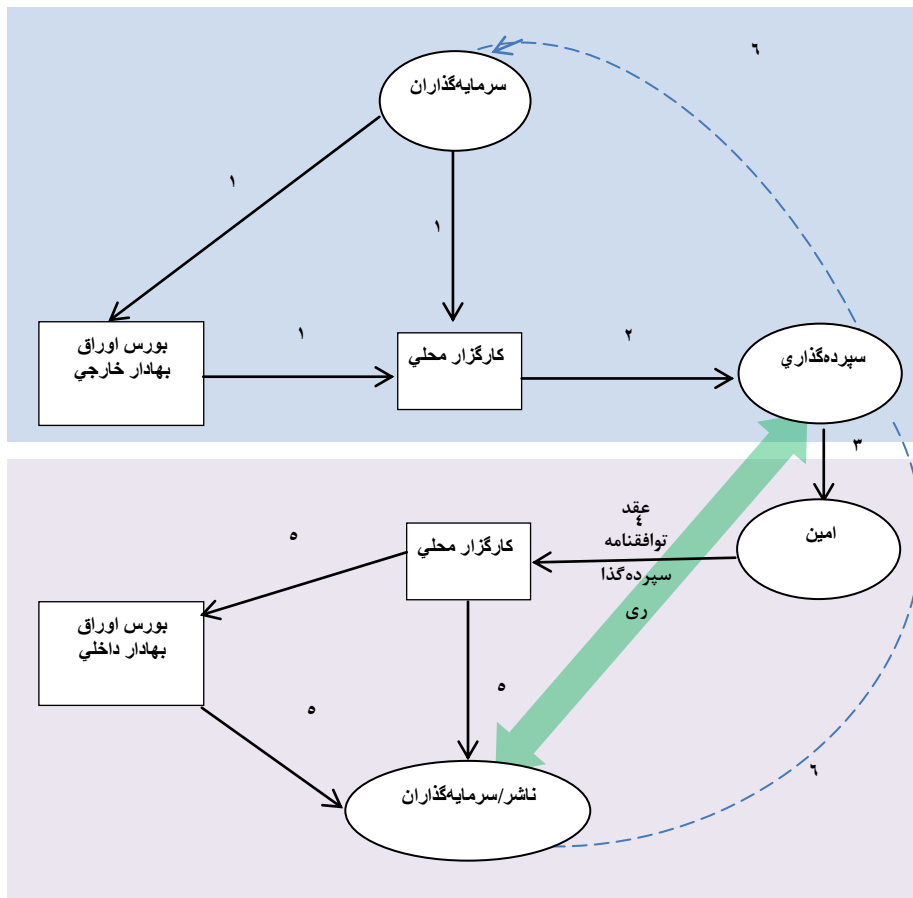
۲-۲-۲- دادوستد

فرآیند دادوستد و معامله رسید سپرده در بازار میزبان در کلیه موارد همانند معامله سهام هست. در اکثر کشورهای مورد بررسی کارمزدهای معامله، مالیات ها، ساعات معاملاتی و سایر ریزساختارهای مربوط به سهام برای رسید سپرده نیز صادق است. شایان ذکر است در مدل ملی (داخلی) که در بورس تایلند وجود دارد، امکان معامله رسید سپرده با سهام پایه و بالعکس نیز وجود دارد.

۲-۲-۳- ابطال

- در صورتی که دارندگان رسید سپرده تمایل به مالکیت این اوراق نداشته باشند، با ارائه آن به سپرده گذاری، براساس توافقتنامه سپرده گذاری مالک سهام پایه می شوند و در صورت عدم تمایل به نگهداری آن، می توانند از طریق سپرده گذاری اقدام به فروش آن در بورس محلی به ناشر یا سایر سهامداران (براساس مفاد توافقتنامه) کنند. شکل (۲) روند کلی ابطال رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان را نشان می دهد.
- در مرحله نخست، دارنده رسید سپرده از طریق کارگزاری، با ارائه رسید سپرده به سپرده گذاری درخواست ابطال رسید را می کند.
 - پس از دریافت درخواست ابطال، سپرده گذاری به امین درخواست آزادسازی تعداد سهام معادل رسید ابطال شده را می دهد. در این راستا براساس توافقتنامه سپرده گذاری سه حالت زیر قابل تصور است:
 - الف) تعداد سهام آزاد شده به دارنده رسید سپرده اعطاء می شود. در واقع دارنده رسید سپرده با تبدیل رسید خود به سهام، اکنون به عنوان سرمایه گذار خارجی در بازار محلی شناخته می شود و می تواند سهام خود را با سایر سهام دیگر دادوستد کند.
 - ب) سپرده گذاری اقدام به فروش سهام معادل رسید سپرده در بازار محلی می کند و وجوه آن را به دارنده رسید سپرده اعطاء می کند.

ج) بر اساس توافق صورت گرفته، سپرده‌گذاری سهام معادل رسید ابطال شده را به ناشر واگذار کرده و بر اساس نرخ جاری سهام در بازار محلی، وجوه آن را از ناشر مطالبه و به دارنده رسید سپرده اعطاء می‌کند.



شکل ۳- روند کلی ابطال رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان

۳- مزایا و ریسک‌های رسید سپرده

انتشار رسید سپرده به‌عنوان یک روش غیرمستقیم پذیرش چندگانه تلقی می‌گردد. از این رو مزایا پذیرش چندگانه به‌طور خلاصه به تفکیک مشارکت‌کنندگان مختلف بازار سرمایه در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱- مزایا انتشار رسید سپرده ه تفکیک فعالان بازار سرمایه

بورس میزبان	بورس محلی	سهامدار محلی	شرکت ناشر
<ul style="list-style-type: none"> افزایش حجم معاملات؛ افزایش اعتبار بین‌المللی شرکت؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ افزایش نقدشوندگی؛ افزایش کارایی بازار؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش حجم معاملات؛ افزایش کارایی بازار؛ افزایش تعداد سهامداران؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش نقدشوندگی سهام؛ افزایش اطلاعات افشاء شده؛ بهبود حاکمیت شرکتی؛ افزایش حمایت از سهامداران اقلیت؛ افزایش قیمت سهام شرکت؛ کاهش هزینه معامله؛ کاهش ریسک سیستماتیک؛ کاهش نوسانات قیمت سهام؛ افزایش سود سهام؛ کاهش هم‌حرکتی نقدشوندگی^{۳۷} کاهش هم‌زمانی قیمت^{۳۸} کاهش سوء استفاده از منافع خصوصی؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش رویت شرکت^{۳۵}؛ بهبود حاکمیت شرکتی؛ افزایش ارزش شرکت؛ کاهش هزینه سرمایه برای سهامداران کنترلی؛ افزایش شهرت یا اعتبار تجاری (برند)؛ افزایش سرمایه با هزینه کم؛ کاهش مشکلات سازمانی^{۳۶}؛ اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر؛

منبع: یافته‌های محقق از منابع شماره (۷ تا ۲۱)

عمده‌ترین ریسک‌های رسید سپرده در سطح جهانی شامل موارد زیر هست.

➤ ریسک سیاسی

بی‌ثباتی سیاسی دولت‌ها در کشورهایی که بازار سرمایه محلی قرار دارد، به‌عنوان مهم‌ترین ریسک اوراق بهادار خارجی شناخته می‌شود. در صورت وقوع آشوب و انقلاب، تحریم‌های بین‌المللی یا تنش‌های بین دو کشور، امکان ملی شدن بنگاه‌های اقتصادی یا عدم پایبندی ناشران (به‌اجبار یا اختیار) به ارائه تعهدات در قبال دارندگان رسید سپرده وجود دارد.

➤ ریسک نرخ ارز

از آنجایی که عواید حاصل از سهام عادی پس از تبدیل به ارز کشور میزبان، به دارندگان رسید سپرده پرداخت می‌شود، در صورت ایجاد هرگونه تغییر در نرخ برابری بین دو ارز کشور محلی و میزبان، امکان کاهش عایدی دارندگان رسید سپرده برحسب ارز داخلی افزایش می‌یابد.

➤ ریسک تورم

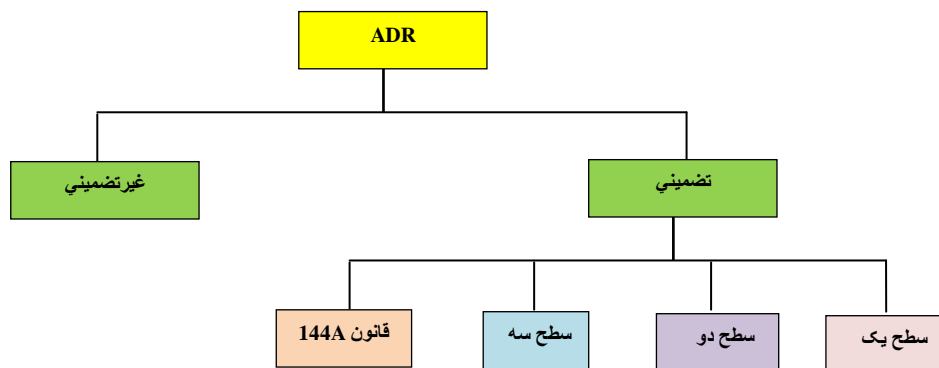
نرخ‌های تورم بالا در کشورهایی که بازار سرمایه محلی قرار دارد، ضربه قابل توجه‌ای به کسب‌وکار شرکت‌ها وارد می‌کند که این امر موجب کاهش قدرت خرید می‌شود و اثر آن را می‌توان در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار محلی مشاهده نمود.

۴- مروری بر تجربیات جهانی ساختار رسید سپرده

۴-۱- رسید سپرده فراملی

۴-۱-۱- بورس آمریکا

بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا، به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار دادوستد گواهی رسید سپرده در جهان بشمار می‌آید. رسید سپرده آمریکایی برای اولین بار در سال ۱۹۲۷ به‌عنوان یک روش ساده برای سهامداران آمریکایی که تمایل به خرید سهام شرکت‌های خارجی در بورسی خارج از بورس آمریکا داشتند، معرفی شد. در یک تعریف کلی، رسید سپرده آمریکایی (ADR) یک گواهی قابل معامله‌ای است که از سوی یک نهاد سپرده‌گذاری (بانک آمریکایی) به پشتوانه سهام پایه سپرده‌شده ناشر خارجی (در بورس‌های محلی)، در بورس آمریکا منتشر می‌شود. این گواهی بر اساس نرخ دلار قیمت‌گذاری می‌شود. دارندگان این اوراق، کلیه عایدی ناشی از سود تقسیمی و عایدی سرمایه را به‌صورت دلار دریافت می‌کنند. در واقع سود سهام دارندگان این اوراق پس از کسر هزینه تبدیل ارز و مالیات‌های جانبی پرداخت می‌شود. این گواهی در هر سه بازار نزدیک، نیویورک، AMEX و همچنین بازار خارج از بورس (OTC) منتشر و دادوستد می‌شود. در بازار سرمایه آمریکا ۵ نوع ADR منتشر می‌شود که در شکل (۲) نشان داده شده است.



شکل ۴- انواع ADR

در یک دسته‌بندی کلی، ADR به دو گروه ADR تضمینی^{۳۹} و ADR غیر تضمینی^{۴۰} طبقه‌بندی می‌شود.

• ADR غیر تضمینی

این رسید بدون مشارکت مستقیم ناشر خارجی تنظیم می‌گردد. انتشار ADR غیر تضمینی می‌تواند به درخواست یک کارگزار فروشنده در بورس محلی جهت انتشار ADR در بورس آمریکا صورت گیرد. با این وجود زمانی این گواهی در بازار آمریکا منتشر می‌شود که شرکت غیر آمریکایی متعهد به رعایت الزامات گزارشگری بر اساس قانون ۱۹۳۴ اوراق بهادار آمریکا باشد. در سال‌های اخیر استقبال چندانی از نوع غیر تضمینی نمی‌شود.

• ADR تضمینی

این رسید با مشارکت مستقیم ناشر خارجی و نهاد سپرده‌گذاری ایجاد می‌شود. ناشر خارجی با تکمیل بیانیه ثبت و امضای فرم شماره ۶ وارد یک "توافقنامه سپرده‌گذاری" با نهاد سپرده‌گذاری می‌شود. در این توافق‌نامه کلیه عواید مالی و حقوقی (نظیر حق رأی و...) و مسئولیت طرفین مشخص شده است. همچنین کارمزدها و سایر موارد نیز در آن معین شده است. به طور معمول در این نوع رسید، نهاد سپرده‌گذاری موافقت می‌کند تاریخ مجمع عمومی و سایر اطلاعات مربوط به ناشر خارجی را به دارندگان ADR اطلاع‌رسانی کند و دارندگان ADR می‌توانند حق رأی خود را از طریق نهاد سپرده‌گذاری اعمال نمایند. ADR تضمینی در سه سطح متفاوت می‌توانند در بازار سرمایه آمریکا ثبت شوند. هر کدام از این سه سطح دارای رویه‌های ثبت متفاوت، قوانین مختلف و الزامات افشاگری مالی و گزارشگری متفاوتی هستند. از آنجایی که شیوه‌های حسابداری و افشاگری مالی شرکت بستگی به تمایل شرکت در خصوص انتخاب گزینه "نوع پذیرش" دارد، بنابراین مهم‌ترین مؤلفه در این رابطه نوع تمایل شرکت‌ها به انتخاب نوع پذیرش است. در ادامه جزئیات هر یک از انواع ADRها تشریح می‌شود.

الف) ADR سطح یک

ADR سطح یک که به صورت برگه‌های صورتی هستند ساده‌ترین و کم‌هزینه‌ترین ابزار مالی برای حضور شرکت‌های خارجی در بازار سرمایه آمریکا هستند که صرفاً می‌توانند در بازار خارج از بورس انتشار و از طریق سرمایه‌گذاران خرد خریداری و معامله شوند. ناشر این نوع از رسیدها، لزومی به تبعیت از الزامات استانداردهای حسابداری آمریکا ندارد. اگرچه انتشار و دادوستد این ابزار صرفاً در بازار خارج از بورس صورت می‌گیرد، اما ناشر می‌تواند به مرور زمان با تأمین الزامات بورس‌های ملی، رسید سپرده سطح یک را به سطوح بالاتر ارتقاء بدهد.

ب) ADR سطح دو

تفاوت بارز این رسید نسبت به رسید سطح یک، الزام پذیرش این رسید نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار است. بنابراین با توجه به این الزام، این رسیدها قادر به انتشار و دادوستد در یکی از بورس‌های معتبر آمریکا (NYSE, Amex, NAZDAQ) هستند. لازم به ذکر است ADRهایی که در یکی از بازارهای سه‌گانه

بورس آمریکا پذیرش می‌شوند، دارای درجه روئیت بالاتری هستند و حجم بالای معاملات آن‌ها در این بازار موجب بالا بودن میزان نقدشوندگی این رسیده‌ها نسبت به رسید سطح یک است.

ج) ADR سطح سه

تفاوت بارز ADR سطح سه نسبت به ADR سطح دو، امکان افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی در بورس‌های آمریکا است. در واقع ADR سطح دو به پشتوانه سهام پایه موجود منتشر می‌گردد، این در حالی است که ADR سطح سه به پشتوانه سهام جدید منتشر می‌گردد.

د) ADR قانون 144A

ADR قانون 144A اوراقی است که به صورت عرضه خصوصی به خریداران نهادی واجدالشرایط فروخته می‌شود و دادوستد این گواهی‌ها صرفاً بین این خریداران صورت می‌گیرد. این اوراق همانند ADR سطح یک نیازی به ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار ندارد. بر اساس قوانین آمریکا، خریدار نهادی واجدالشرایط، یک نهاد سرمایه‌گذاری معتبری است که حداقل ۱۰۰ میلیون دلار در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده باشد. این آستانه برای شرکت‌های کارگزاری و معامله‌گران ۱۰ میلیون دلار هست. در حال حاضر، در سه بازار نیویورک، نزدک و بازار خارج از بورس، گواهی رسید سپرده شرکت‌ها از ۲۳ کشور توسعه‌یافته اروپایی، ۷ کشور توسعه‌یافته آسیا و اقیانوسیه، ۱۳ کشور منطقه آمریکای لاتین و کارائیب، ۷ کشور نوظهور آسیایی، ۸ کشور نوظهور اروپایی و ۸ کشور منطقه خاورمیانه و آفریقا پذیرفته شده است. بدون شک حضور شرکت‌های خارجی در بورس‌های آمریکایی علاوه بر دسترسی به بزرگ‌ترین بازار جهانی سرمایه، موجب شهرت جهانی این شرکت‌ها در بازارهای بین‌المللی می‌شود، باین وجود، شرکت‌های که ADR آن‌ها در بورس‌های اصلی نظیر نزدیک یا نیویورک معامله می‌شود بایستی الزامات مربوط به استانداردهای حسابداری و گزارشگری مربوط به شرکت‌های آمریکایی را بپذیرند، اما شرکت‌هایی که ADR آن‌ها در بازارهای خارج از بورس پذیرش می‌شود متعهد به الزامات سهل‌گیرانه‌تری هستند.

۴-۱-۲- بورس هنگ‌کنگ

بورس هنگ‌کنگ دارای موقعیت استراتژیکی در میان بازارهای آسیایی دارد و به‌عنوان یک مرکز مالی در هنگ‌کنگ، سرزمین اصلی چین و منطقه آسیا-پاسیفیک شناخته می‌شود. نکته قابل توجه اینکه با توجه به فقدان بازار رسید سپرده در این منطقه، بازار رسید سپرده هنگ‌کنگ (HQR^{۴۲}) نقش مهمی در این منطقه دارد. چارچوب رسید سپرده هنگ‌کنگ در می ۲۰۰۸ شروع و در جولای همان سال به مرحله اجرا رسید. این رسیده‌ها به‌منظور پذیرش بیشتر شرکت‌های خارجی در بورس این کشور بود. مدل رسید سپرده هنگ‌کنگ از سوی شرکت خدمات مالی هنگ‌کنگ (HKEX^{۴۳}) ارائه شده است. براساس این مدل یک ناشر مجبور نیست که قبل از انتشار HDR در بورس هنگ‌کنگ، در یک بورس دیگر پذیرش شود. ناشرانی که تمایل به انتشار HDR در بورس هنگ‌کنگ دارند، مکلف به رعایت همان الزامات هستند که برای سهام وجود دارد. در واقع در بورس هنگ‌کنگ، مقررات پذیرش، درج، فرآیند پذیرش و تعهدات مربوط در HDR

دقیقاً مشابه مقررات سهام است. بورس هنگ کنگ یک اختیار به ناشر خارجی برای انتخاب یک معیار از سه معیار «ارزیابی صلاحیت» (اعم از، معیار ۱) ارزش بازاری/درآمد، ۲) معیار سودآوری و ۳) معیار جریان نقدی/درآمد/ ارزش بازاری) برای انتشار رسید سپرده در بورس می‌دهد. در واقع ناشر می‌تواند به اختیار خود با تأمین یکی از معیارهای سه‌گانه فوق، اقدام به انتشار HDR در بورس هنگ کنگ کند. جدول (۳) به تشریح هر یک از این الزامات پرداخته است.

جدول ۳- الزامات پذیرش HDR در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ

معیار ارزیابی سودآوری	معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد/ جریان نقدی	معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد
<ul style="list-style-type: none"> • ثبت حداقل ۳ سال سابقه معامله • برخورداری از حداقل ۲۰ میلیون دلار هنگ کنگ به‌عنوان سود منتسب به سهامداران در آخرین سال مالی • برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ کنگ به‌عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی • تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر • تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر • برخورداری از جریان نقدی مثبت حداقل ۱۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ از فعالیت‌های عملیاتی طی سه سال مالی اخیر 	<ul style="list-style-type: none"> • ثبت حداقل ۳ سال سابقه معامله • تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر • تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر • ارزش بازاری حداقل ۲۰۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ (HK\$) در زمان پذیرش • حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده • برخورداری از جریان نقدی مثبت حداقل ۱۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ از فعالیت‌های عملیاتی طی سه سال مالی اخیر 	<ul style="list-style-type: none"> • ثبت حداقل ۳ سال سابقه معامله • تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر • تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر • ارزش بازاری حداقل ۴۰۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ (HK\$) در زمان پذیرش • و حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده

منبع: بورس هنگ کنگ

بورس هنگ کنگ طی سال‌های گذشته مسیر رو به رشدی در انتشار رسید سپرده‌ها داشت. در هنگ کنگ محدودیتی در خصوص درصد مشارکت سرمایه‌گذاران وجود ندارد. برای انتشار رسید سپرده، فقط نیاز به ثبت یک سهام عادی خارجی است. این ویژگی فقط در این کشور وجود دارد و در سایر کشورهای موردبررسی وجود ندارد. بورس هنگ کنگ تنها بازاری است که اجازه معاوضه "دوطرفه" رسید با سهام (و سهام با رسید) را می‌دهد.

۴-۱-۳- بورس تایوان

رسید سپرده شرکت‌های خارجی که در بورس اوراق بهادار تایوان پذیرش می‌شوند، تحت عنوان رسید سپرده تایوان (TDR^{۴۴}) نامیده می‌شوند. در سال‌های اخیر، تایوان به یکی از محبوب‌ترین مقاصد ناشران خارجی در منطقه آسیا تبدیل شده است. آزادسازی بازار سرمایه تایوان و تغییر در قوانین حاکم بر پذیرش شرکت‌های خارجی در سال ۲۰۰۸ این اجازه را به شرکت‌های خارجی غیر تایوانی داد تا بتوانند در بازار سهام تایوان اقدام به پذیرش TDR کنند. در این دوره از دیگر عواملی که موجب جذابیت این بازار شد می‌توان به حضور خوشه‌های صنعتی با فناوری بالا^{۴۵}، نسبت‌های P/E مناسب شرکت‌های پذیرش‌شده در این بازار و سطح نقدشوندگی بالای در این بازار اشاره کرد. به هر جهت پذیرش TDR به ناشران خارجی اجازه ورود به بازار سرمایه تایوان و دسترسی به این بازار پررونق مالی را می‌دهد. در بورس تایوان ۸ قانون حاکم بر رسید سپرده وجود دارد^{۴۶}. جدول (۴) برخی از مهم‌ترین الزامات مالی و افشاگری مربوط به قوانین انتشار TDR را نشان می‌دهد.

جدول ۴- برخی از مهم‌ترین الزامات مالی و افشاگری مربوط به قوانین انتشار TDR

- شرکت متقاضی باید حداقل ۲۰ میلیون سهام منتشره داشته باشد یا ارزش بازار سهام آن حداقل ۳۰۰ میلیون TWD (معادل ۱۰ میلیون دلار آمریکا) باشد.
- در آخرین گزارش مالی شرکت، حقوق صاحبان سهام شرکت باید حداقل ۶۰۰ میلیون TWD (معادل ۲۰ میلیون دلار آمریکا) باشد.
- سود قبل از مالیات شرکت حداقل ۶ درصد حقوق صاحبان سهام در آخرین سال و حداقل ۳ درصد حقوق صاحبان سهام در دو سال مالی پایانی باشد.
- سود قبل از مالیات شرکت باید حداقل ۲۵۰ میلیون TWD (معادل ۸٫۵ میلیون دلار آمریکا) در دو سال پایانی باشد.
- در زمان ارائه درخواست پذیرش، تعداد دارندگان TDR در تایوان نباید کمتر از ۱۰۰۰ دارنده باشد و سهامداران باید مالک حداقل ۲۰ درصد سهام (یا حداقل ۱۰ میلیون سهم) باشند.
- برای انتشار TDR، سهام ناشر خارجی باید بانام باشد و در بورس کشور خارجی پذیرفته شده باشد یا در بازار اوراق بهادار توسط یک مرجع صلاحیت‌دار تأیید شده باشد.
- سهام پایه TDR می‌تواند یا قبلاً منتشر شده باشد یا سهام جدید باشد؛ با این وجود محدودیت حداکثری در خصوص مقدار منتشر شده وجود ندارد.
- دارنده TDR می‌تواند از نهاد سپرده‌گذاری درخواست بازخرید TDR و دریافت سهام را داشته باشد.
- نهاد سپرده‌گذاری به درخواست دارنده TDR می‌تواند اقدام به بازخرید TDR و ارائه سهام کند یا می‌تواند TDR را در بازاری که این گواهی پذیرش شده بفروشد.
- نهاد سپرده‌گذار می‌تواند در زمان بازخرید گواهی‌ها، اقدام به انتشار مجدد TDR کند و یا در صورت افزایش سرمایه می‌تواند اقدام به انتشار TDR جدید کند.
- بیانیه‌های مالی و اطلاعات مربوط به مدیران و سرپرستان تعیین شده به وسیله سهامداران نهادی و سهامدارانی که بیش از ۱۰ درصد سهام را نگه می‌دارند بایستی به صورت دوره‌ای افشا گردد.

با مروری بر روند پذیرش شرکت‌ها، اگرچه طرح TDR در سال ۱۹۹۲ معرفی شد، اما اولین TDR در سال ۱۹۹۹ معرفی شد و تا سال ۲۰۰۸ به ۴ مورد رسید. اما اعمال اصلاح گام‌به‌گام قوانینی و الزامات پذیرش TDR از سوی نهادهای بازار و حذف محدودیت حجم جابجایی پول از سوی دولت تایوان موجب شد تا در سال ۲۰۰۹ تعداد TDR پذیرفته‌شده با رشد ۲۵۰ درصدی به ۱۴ مورد و در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ به ترتیب به ۲۶ و ۳۴ مورد افزایش یابد.

۴-۱-۴- بورس برزیل

مقامات بازار سرمایه برزیل، در سال‌های گذشته به تدریج بستر حضور بازارهای خارجی برای سرمایه‌گذاران داخلی را فراهم نموده و طی این سال‌ها تلاش کردند تا بستر حضور بازارهای سرمایه بین‌المللی را به برزیل باز کنند. رسید سپرده برزیل (BDR^{۴۷}) گواهی است که به نمایندگی از اوراق بهادار پذیرش‌شده شرکت‌های خارجی به وسیله یک نهاد سپرده‌گذاری در برزیل منتشر می‌شود. این اوراق در سال ۱۹۹۲ به منظور جذاب کردن بورس اوراق بهادار ساوپائولو برای سرمایه‌گذاران داخلی و شرکت‌های خارجی معرفی شد. بر اساس قوانین و مقررات بازار سرمایه برزیل، BDR همانند ADR در دو گروه تضمینی و غیر تضمینی قرار می‌گیرد. در گروه تضمینی BDR در سه سطح و در گروه غیر تضمینی صرفاً در یک سطح امکان انتشار در بازار سرمایه برزیل را دارد.

جدول ۵- انواع BDR در بازار سرمایه برزیل

نوع BDR	تضمینی	غیر تضمینی
توضیحات	سطح یک: عدم الزام ثبت در بورس	سطح یک: عدم الزام ثبت در بورس
	سطح دو: الزام ثبت در بورس	
	سطح سه: الزام ثبت در بورس و امکان عرضه عمومی (به منظور افزایش سرمایه)	

• BDR سطح یک

ساده‌ترین روش حضور شرکت‌های خارجی در بازار سرمایه برزیل انتشار BDR سطح یک است. معاملات BDR سطح یک در بازار غیرمتشکل OTC^{۴۸} صورت می‌گیرد و فقط سرمایه‌گذاران واجدالشرایط^{۴۹} مجاز به خرید و دادوستد آن‌ها هستند.

• BDR سطح دو

شرکت‌هایی که از طریق BDR سطح دو اقدام به پذیرش چندگانه در بورس برزیل می‌کنند، ملزم به ثبت نزد مقام ناظر بازار اوراق بهادار برزیل هستند و گواهی آن‌ها می‌تواند در بورس اوراق بهادار، بازارهای OTC متشکل^{۵۰} یا سیستم‌های معاملات الکترونیکی معامله شود.

• BDR سطح سه

این برنامه فقط برای اوراق بهاداری است که به طور همزمان در بورس برزیل و بورس خارجی اقدام به افزایش سرمایه (از طریق انتشار سهام جدید) می‌کنند. شرکت‌هایی که برای این سطح درخواست می‌دهند ملزم به ثبت نزد مقام ناظر بازار اوراق بهادار برزیل برای درج معاملات در بازار بورس اوراق بهادار، بازارهای OTC متشکل یا سیستم‌های معاملات الکترونیکی معامله هستند.

در خصوص عملکرد این رسید می‌توان بیان داشت که معمولاً BDR در میان شرکت‌های بین‌المللی که ارتباط قوی با اقتصاد برزیل دارند، محبوب است. طی چند دهه گذشته تغییرات مناسب در سیاست‌های اقتصادی دولت برزیل، تأثیرات مثبتی در رشد بازار سرمایه این کشور داشته است. این رشد اقتصادی در سال‌های اخیر تسریع شده است. با نگاهی بر آمار شرکت‌های خارجی که اقدام به انتشار BDR در بازار سرمایه برزیل کرده‌اند مشاهده می‌گردد که قبل از سال ۲۰۱۰ در حدود ۱۰ شرکت اقدام به انتشار BDR غیر تضمینی سطح یک در این بازار کرده بودند. به دنبال اصلاح مقررات بورس اوراق بهادار سائوپائولو در ۵ اکتبر ۲۰۱۰ علاوه بر ۱۰ شرکت موجود، ۱۰ شرکت دیگر تا ۲۹ نوامبر ۲۰۱۰ اقدام به انتشار BDR کردند. روند مثبت انتشار BDR شرکت‌های خارجی در بورس برزیل به حدی بود که تا سال ۲۰۱۴ در حدود ۷۰ نوع BDR غیر تضمینی سطح یک در بازار سرمایه برزیل معامله می‌شد که برخی از این BDRها متعلق به شرکت‌های معتبر چندملیتی نظیر ای‌بی (eBay)، فورد، گوگل، جانسون و جانسون، نایک، مک‌دونالد هستند. در سال‌های اخیر علاوه بر انتشار BDR سطح یک، چهار شرکت معتبر^{۵۱} اقدام به انتشار BDR سطح سه و ۷ شرکت نیز اقدام به انتشار BDR سطح سه کرده‌اند.

۴-۱-۵- بورس هند

با آغاز قرن ۲۱، رسید سپرده هند (IDR^{۵۲}) باهدف جذب سرمایه‌گذاران هندی، برای شرکت‌های خارجی که تمایل به حضور در بازار سرمایه هند داشتند، معرفی شد. در این بازار، قیمت‌گذاری IDR به صورت آزادانه صورت می‌گیرد. باین وجود براساس امیدنامه IDR، قیمت انتشار این اوراق بر اساس قیمت سهام پایه در بازار سرمایه محلی تعیین می‌شود. ساختار این گواهی‌ها نیز مانند سایر گواهی‌ها در بازارهای دیگر است که براساس آن به پشتوانه سهام پایه نگهداری شده توسط امین، رسید در یک بازار خارجی منتشر می‌شود. این اوراق می‌توانند به طور معمول با سهام پایه مبادله شوند و امکان فروش سهام پایه در بازار محلی نیز وجود دارد. اما به طور خودکار امکان تعویض نمی‌باشد. یعنی نهاد سپرده‌گذاری در صورت بازخرید رسید باید این اوراق را ابطال نماید و در عوض سهام متناسب پایه را به دارنده گواهی بدهد و امکان تعویض در این شرایط وجود ندارد. عمده‌ترین الزامات مربوط به پذیرش IDR در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۶- عمده‌ترین الزامات مربوط به پذیرش IDR

- بر خورداری از حداقل ۵۰ میلیون دلار سرمایه پرداخته شده^{۵۳}
- بر خورداری از حداقل ۱۰۰ میلیون دلار ارزش بازاری سرمایه (در طول سه سال پایانی) در بازار محلی
- حضور در بورس اوراق بهادار به صورت مداوم حداقل به مدت ۳ سال.
- سابقه توزیع سود حداقل در سه سال در طول ۵ سال پایانی
- حداقل ۵۰ درصد رسید منتشره بایستی به خریداران نهادی واجد شرایط (QIB^{۵۴}) اختصاص داده شود. همچنین ۳۰ درصد رسید منتشره بایستی به سرمایه‌گذاران حقیقی خرده عرضه شود. ۲۰ درصد باقیمانده نیز بایستی به صلاحدید شرکت ناشر بین سرمایه‌گذاران غیر نهادی (NII) و کارکنان تقسیم شود.
- کسری تقاضا برای رسید سپرده از سوی خریداران نهادی واجد شرایط می‌تواند با مازاد تقاضا از سوی گروهی دیگر، تعدیل شود.
- رسید سپرده زمانی می‌تواند به سهام پایه تبدیل شود که حداقل بیش از یک سال از زمان انتشار آن گذشته باشد و منطبق با مفاد "قانون نرخ ارز خارجی" و الزامات ابلاغ‌شده از سوی بانک مرکزی هند باشد.

منبع: بورس هند

با بررسی عملکرد این ابزار می‌توان بیان داشت، رسید سپرده هند اگرچه در سال ۲۰۰۰ معرفی شد، اما اولین رسید سپرده در این کشور در سال ۲۰۱۰ نزد بورس اوراق بهادار ملی و بورس بمبئی پذیرش شد. با بررسی دلایل عدم موفقیت این گواهی‌ها در بورس هند مشاهده می‌گردد که موارد زیر از مهم‌ترین موانع پیاده‌سازی این اوراق بشمار می‌آیند:

- محدودیت معاوضه پذیری؛ امکان معاوضه رسید با سهام پایه تا یک سال پس از تاریخ انتشار رسیده‌ها وجود ندارد؛
- قوانین و الزامات سخت‌گیرانه پذیرش؛
- عدم شفافیت در مورد مسئله مالیات؛
- تبلیغات ضعیف؛

نگرانی از شرط تخصیص ۵۰ درصدی IDR به سرمایه‌گذاران خرد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران خرد نمی‌توانند شرکت‌های خارجی را در بورس‌های خارجی تحت کنترل داشته باشند، این یک محدودتی برای سرمایه‌گذاری در این رسیده‌ها است. زیرا خریداران نهادی واجد شرایط قدرت بالاتری برای کنترل این شرکت‌ها دارند.

۴-۲- رسید سپرده ملی

۴-۲-۱- تایلند

بورس تایلند با ارزش بازاری ۴۶۰ میلیارد دلار به عنوان یکی از بورس‌های معتبر در منطقه جنوب شرق آسیا به حساب می‌آید. بورس تایلند در اوایل سال ۲۰۰۰ اقدام به معرفی ابزار مالی جدید نمود که شباهت

بسیاری به رسیدهای سپرده (DR) داشت که در کشورهای مختلف منتشر شده بود، با این تفاوت که این ابزار جدید حالت بومی شده DRها بود و شرکت‌های داخلی مجاز به انتشار آن در بورس داخلی بودند. از دیگر ویژگی‌های این ابزار مالی می‌توان به عدم برخورداری از حق رأی دارندگان این ابزار اشاره نمود که این قابلیت موجب حفظ کنترل مدیریتی سهامداران بنیادی شرکت‌ها می‌شد. اهمیت این موضوع به حدی بود که از آن در نام‌گذاری این اوراق، در نظر گرفته شده بود. این ابزار مالی تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی (NVDR^{۵۵}) نامیده می‌شوند. در یک تعریف جامع NVDR یک ابزار مبادلاتی جدیدی است که از سوی "شرکت تایلندی NVDR^{۵۶}" وابسته به بورس اوراق بهادار، منتشر می‌گردد. اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده شامل موارد زیر است:

- ۱) سهام معمولی
- ۲) سهام ترجیحی
- ۳) واران

۴-۳- حق تقدم قابل انتقال (TSR^{۵۷})

مهمترین مزایای انتشار این اوراق در بورس تایلند به ترتیب زیر می‌باشند.

- انتشار این اوراق موجب حذف موانع سرمایه‌گذاری خارجی (محدودیت مالکیت خارجی^{۵۸}) شد. درواقع سرمایه‌گذاران خارجی که پیش از این امکان حضور و معامله در بورس تایلند را نداشتند، با توسل به این ابزار می‌توانند در بازار سرمایه تایلند حضور داشته باشند.
- دارندگان این اوراق (اعم از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی) از کلیه منافع مالی سهام پایه اعم از سود نقدی، حق پذیره‌نویسی و... بهره‌مند می‌شوند، با این تفاوت که آن‌ها نسبت به دارندگان سهام، دارای حق رأی نیستند.
- کلیه سرمایه‌گذاران اعم از حقیقی و حقوقی می‌توانند اقدام به خرید و فروش این گواهی‌ها کنند.
- یکی از مزیت‌های مهم این اوراق برخورداری از برخی مشوق‌های مالیاتی نسبت به سهام عادی هست.

برخی از مشخصات این گواهی‌ها شامل موارد زیر است:

- سهام پایه پشتیبان گواهی‌ها بایستی نزد بورس اوراق بهادار تایلند ثبت شود.
- رویه معاملات NVDRها مشابه معاملات سهام هست. سرمایه‌گذاران می‌توانند سفارش خرید و فروش این اوراق را از طریق کارگزاران با هر نوع اوراق بهادار بدهند.
- NVDRها می‌توانند در سه بازار اصلی، خرده‌فروشی و عمده‌فروشی^{۵۹} در طول ساعات معاملاتی خرید و فروش شوند.

- معاملات NVDRها در سه بازار اصلی می‌تواند در ساعات معاملاتی و حتی ساعات خارج از معاملات همانند معاملات سهام صورت گیرد.
- قیمت انتشار و مظنه‌های قیمتی این گواهی‌ها براساس نوسانات قیمت سهام پایه شکل می‌گیرد.
- توقف (H) یا تعلیق (SP) معامله این اوراق همزمان با توقف (H) یا تعلیق (SP) معامله سهام پایه روی خواهد داد.
- دارندگان NVDRها همانند سهام بایستی گزارش خریدوفروش NVDRها را به شرکت تایلندی NVDR بدهند.
- حق کمیسیون کارگزاری همانند سهام است.
- تسویه و پایاپایی NVDR مشابه سایر اوراق بهادار پذیرش شده است. در واقع NVDRها می‌توانند از طریق شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار تایلند (TSD) از طریق کارگزاران طی سه روز کاری (T+3) تسویه و پایاپایی شوند.
- شرکت ناشر رسید سپرده بدون حق رأی بایستی در طول سه روز کاری بعد از پایان هر ماه اقدام به انتشار اطلاعات در خصوص تعداد کل سهام، حق تقدم قابل انتقال، واریات برای خرید سهام پذیرفته شده شرکت‌ها کند.

سازوکار تبدیل NVDR به دو صورت زیر انجام می‌گیرد:

الف) از اوراق بهادار (نظیر سهام) به NVDR؛ در طول سه ماه نخست اجرای NVDR، بورس اوراق بهادار تایلند به سهامداران این اجازه را می‌دهد تا سهام ترجیحی و معمولی را از طریق شرکت تایلندی NVDR به گواهی سپرده بدون حق رأی (NVDR) بدون مبادله از طریق سامانه بورس تایلند، تبدیل کنند. بعد از این دوره سرمایه‌گذاران برای تبدیل اشاره‌شده (تبدیل سهام به NVDR) بایستی در سامانه معاملاتی بورس تایلند ثبت سفارش کنند (فروش سهام و خرید NVDR).

ب) از NVDR به اوراق بهادار (نظیر سهام)؛ دارنده NVDR در صورت تمایل می‌تواند از طریق سامانه معاملاتی گواهی خود را به سهام تبدیل کند.

با بررسی تجربیات انتشار NVDR طی ۱۰ سال گذشته در بورس تایلند، مشاهده می‌گردد که طی این دوره حجم گسترده‌ای از شرکت‌های تایلندی اقدام به انتشار NVDR کرده‌اند، به گونه‌ای که طبق آخرین آمار موجود در جولای ۲۰۱۶ در حدود ۱۸۴ نوع NVDR در بازار سرمایه تایلند در حال دادوستد می‌باشد. با بررسی تجربیات این بورس، مشاهده می‌گردد که این ابزار در بورس تایلند به یک ابزار مالی رقیب سهام تبدیل شده است. زیرا از یکسو عدم اعطای حق رأی به دارندگان این اوراق موجب شده است تا قدرت کنترلی سهامداران بنیادی این شرکت‌ها حفظ شده و از سوی دیگر دارندگان این اوراق از مشوق‌های مالیاتی قابل توجهی برخوردار گشته‌اند. علاوه بر این امکان‌پذیری مبادله این اوراق با سهام موجب افزایش نقدشوندگی

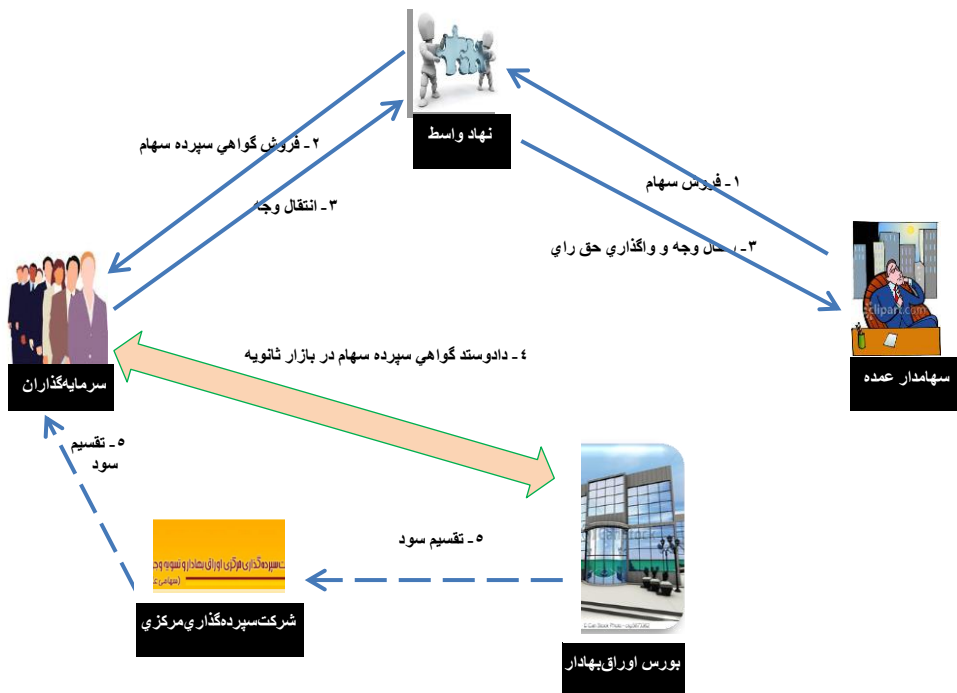
آن‌ها شده است. علاوه بر این سرمایه‌گذاران خارجی استقبال قابل توجهی از این اوراق کرده‌اند که این امر نیز موجب افزایش استقبال و محبوبیت این اوراق در بازار سرمایه تایلد شده است.

۵- معرفی مدل عملیاتی «گواهی رسید سپرده»

در بخش‌های گذشته با بررسی ساختار جهانی رسید سپرده ملی و فراملی و تجربیات کشورهای مختلف به بررسی ساختار کلی این محصول مالی پرداخته شد. در این بخش با الهام از ساختار کلی انتشار، معامله و ابطال این ابزار، مدل داخلی «گواهی سپرده سهام» ارائه می‌شود که به لحاظ ساختاری تا حدودی متفاوت از مدل خارجی هست و برخی ملاحظات در آن لحاظ شده است.

۵-۱- انتشار و دادوستد گواهی سپرده سهام

شکل (۳) فرایند عملیاتی انتشار و دادوستد گواهی سپرده سهام را نشان می‌دهد.



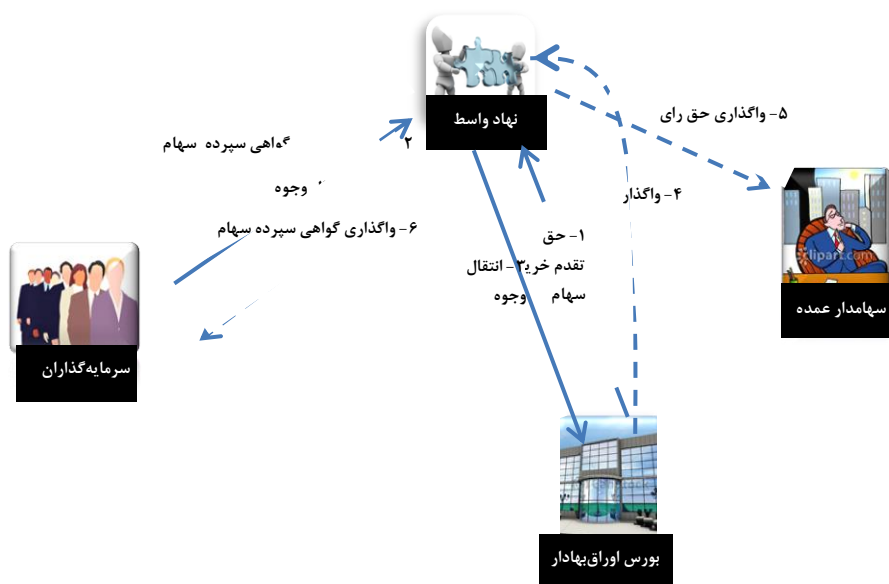
شکل ۳- فرآیند افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام

مراحل زیر فرآیند انتشار و دادوستد گواهی سپرده سهام را نشان می‌دهد.

- ۱) سهام‌دار عمده بخشی از سهام خود را به نهاد واسط به قیمت جاری به فروش می‌رساند.
- ۲) پس از فروش سهام، نماد سهام برای مدت زمان معین (حدود ۱ الی ۲ ساعت) بسته‌شده و نهاد واسط، به پشتوانه هر سهم، یک گواهی منتشر و به سهامداران عرضه می‌کند. قیمت هر واحد گواهی سهام سپرده، معادل قیمت خریداری شده سهام هست^۶. پس از فروش گواهی سپرده سهام، نماد سهام باز شده و نماد جدیدی برای گواهی سپرده سهام نیز باز می‌شود. شایان ذکر است دارندگان گواهی سپرده سهام همانند سهامداران از کلیه منافع مالی شرکت (اعم از سود تقسیمی، سهام پاداش، حق تقدم سهام و...) برخوردار هستند، با این تفاوت که دارندگان این اوراق از شرکت در جلسه مجمع عمومی و اعمال حق رأی محروم هستند^۷. همچنین در مدل پیشنهادی، گواهی سپرده سهام دارای تاریخ سرسید (۵، ۱۰ و ۱۵ ساله) است و در سررسید، دارندگان گواهی سپرده سهام با واگذاری گواهی خود به نهاد واسط (یا سهامدار عمده) در قیمت جاری بازار، منابع مالی را دریافت می‌کنند. البته در این زمینه گواهی سپرده سهام مجهز به اختیار خرید و فروش شده است که در بخش‌های بعدی به‌طور مفصل تشریح خواهد شد.
- ۳) نهاد واسط با جمع‌آوری وجوه حاصل از واگذاری گواهی سپرده سهام، این منابع را به سهامدار عمده انتقال می‌دهد. همچنین با توجه به توافق قبلی بین نهاد واسط و سهامدار عمده، حق رأی سهام خریداری‌شده (تحت عنوان سهام پایه) از سوی نهاد واسط به سهامدار عمده واگذار می‌شود.
- ۴) معاملات گواهی سپرده سهام در بازار ثانویه همانند سهام عادی است. در واقع دامنه قیمتی، کارمزد معاملاتی، رویه عرضه و تقاضا و... عیناً همانند سهام عادی هست. شایان ذکر است در دوره‌هایی که نماد سهام عادی (به علت برگزاری جلسه مجمع عمومی یا هر مورد دیگر) بسته می‌شود، نماد این گواهی نیز بسته خواهد شد. همچنین نظر به اینکه دارندگان گواهی سپرده سهام دارای حق رأی نیستند، نمی‌توانند در جلسات مجمع عمومی حضور یابند و رأی بدهند.
- ۵) در زمان تقسیم سود سهام (یا هر پرداختی دیگر)، سود سهام متعلق به «سهام پایه» از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به حساب دارندگان گواهی رسید سپرده واریز می‌شود.

۵-۲- افزایش سرمایه

در صورتی که در طول عمر گواهی سپرده سهام، ناشر اقدام به افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های قانونی کند، سهام جدید منتشرشده به نسبت $\frac{\text{سهام پایه}}{\text{کل سهام}}$ به نهاد واسط واگذار و نهاد واسط، به پشتوانه، سهام جدید اقدام به انتشار گواهی سپرده سهام جدید کرده و آن‌ها را در میان دارندگان گواهی سپرده سهام (به نسبت مالکیت) توزیع می‌کند. اما اگر افزایش سرمایه از محل جمع‌آوری وجوه جدید صورت گیرد، فرآیند زیر برای جمع‌آوری وجوه از دارندگان گواهی سپرده سهام طی خواهد شد.



شکل ۴- فرآیند افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام

- ۱) ناشر اقدام به پذیره‌نویسی حق تقدم خرید سپرده سهام در بازار سرمایه می‌کند.
- ۲) نهاد واسط در مهلت تعیین‌شده پذیره‌نویسی حق تقدم سهام، اقدام به پذیره‌نویسی حق تقدم خرید گواهی سپرده سهام (به تعداد تعیین‌شده برحسب نسبت سهام پایه از سهام کل) می‌کند. در این رابطه، سررسید مهلت پذیره‌نویسی حق تقدم خرید گواهی سپرده سهام معمولاً یک روز زودتر از سررسید مهلت پذیره‌نویسی حق تقدم خرید سهام تعیین می‌شود.
- ۳) در طول مدت پذیره‌نویسی حق تقدم خرید گواهی سپرده سهام، نهاد واسط با جمع‌آوری وجوه و انتقال آن به ناشر، سهام جدید را دریافت می‌کند.

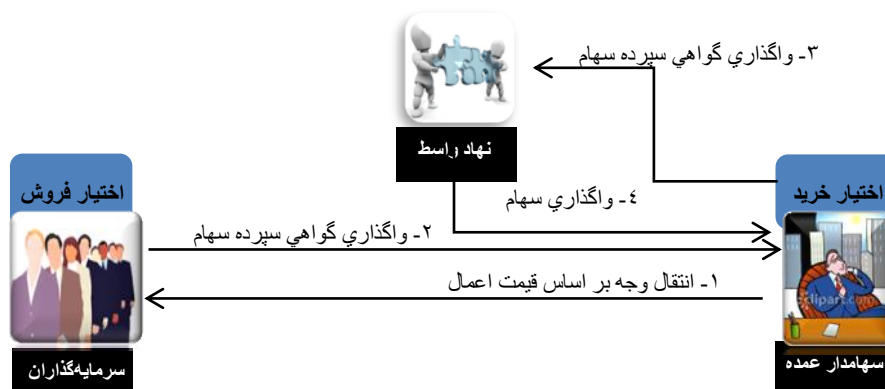
نهاد واسط پس از دریافت سهام جدید، با واگذاری حق رأی این سهام به سهامدار عمده، به نسبت سهام جدید اقدام به انتشار گواهی سپرده سهام جدید کرده و آنها را در اختیار دارندگان گواهی سپرده سهام قرار می‌دهد.

۵-۳- اختیار خرید و فروش گواهی سپرده سهام

در مدل پیشنهادی داخلی، گواهی سپرده سهام دارای اختیار فروش و اختیار خرید براساس دو سطح قیمتی "کف" و "سقف" است. سطح کف قیمتی برای اختیار فروش به این منظور است که اگر در طول عمر یا زمان سررسید گواهی سپرده سهام، قیمت این اوراق به کمتر از کف قیمتی کاهش یابد، دارندگان گواهی سپرده سهام می توانند با اعمال اختیار فروش، گواهی سپرده سهام را در قیمت کف به سهامدار عمده واگذار کنند. در واقع این اختیار، دارندگان گواهی سپرده سهام در زمان افت قیمت این اوراق را تضمین می کند. قیمت کف براساس ضریبی از قیمت جاری زمان انتشار گواهی سپرده سهام در نرخ بازده بدون ریسک محاسبه می گردد. این ویژگی اوراق موجب استقبال بسیاری از سرمایه گذاران در بازار سرمایه خواهند شد، زیرا سرمایه گذاری آن ها به نوعی بیمه شده است.

سطح سقف قیمتی برای اختیار خرید به این منظور است که اگر در طول عمر یا زمان سررسید گواهی سپرده سهام، قیمت این اوراق به بیش از سقف قیمتی افزایش یابد، سهامدار عمده می تواند با اعمال اختیار خرید، گواهی سپرده سهام را در قیمت سقف از سهامداران بازخرید کند. این مشخصه مطلوب سهامداران عمده است و موجب تشویق آن ها به استقبال از این اوراق می شود. زیرا در شرایطی که در سررسید قیمت سهام پایه به شدت افزایش یافته باشد و به موجب آن قیمت گواهی سپرده سهام به شدت افزایش یافته باشد، بار مالی سنگینی بر دوش سهامدار عمده جهت بازخرید این اوراق خواهد داشت.

فرآیند اعمال اختیار خرید یا فروش گواهی سپرده سهام در شکل (۵) ارائه شده است. بر اساس این شکل پس از اعمال یکی از اختیارات، دارندگان گواهی سپرده سهام درازای دریافت وجه مشخص، گواهی سپرده سهام را به سهامدار عمده واگذار می کنند. سپس سهامدار عمده با واگذاری گواهی سپرده سهام به نهاد واسط، سهام پایه را دریافت می کند. شایان ذکر است که پس از افزایش سرمایه، قیمت اعمال اختیار خرید و فروش متناسباً تعدیل می گردد.



۵-۴- ابطال گواهی سپرده سهام در سررسید

در زمان سررسید، ابطال گواهی سپرده سهام به یکی از اشکال زیر صورت می‌گیرد.

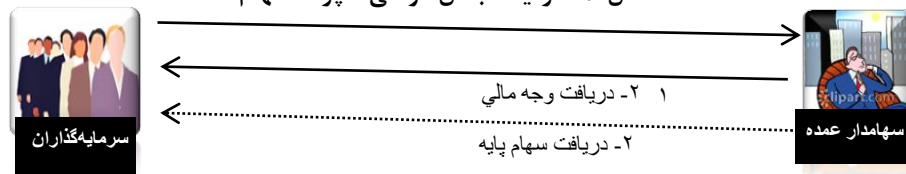
الف) در شرایطی که قیمت جاری گواهی سپرده سهام بالاتر از سقف دامنه تعیین شده باشد، به احتمال زیاد سهامدار عمده اختیار خرید خود را اعمال خواهد کرد.

ب) در شرایطی که قیمت جاری گواهی سپرده سهام پایین‌تر از کف دامنه تعیین شده باشد، دارندگان این اوراق، اختیار فروش خود را اعمال خواهد کرد.

در دو حالت فوق، فرآیند ابطال گواهی سپرده سهام به صورت شکل (۴) صورت می‌گیرد.

ج) در شرایطی که قیمت جاری گواهی سپرده سهام در دامنه تعیین شده باشد، دارندگان گواهی سپرده سهام درازای واگذاری اوراق خود به نهاد واسط می‌توانند (۱) وجه آن را بر اساس قیمت‌های جاری سهام پایه دریافت کنند و یا (۲) در صورت تمایل سهامدار عمده (یا عدم توانایی مالی سهامدار عمده به پرداخت وجه)، سهام پایه را دریافت کنند. در شکل دو فرآیند ابطال گواهی سپرده سهام در سررسید در دو حالت دریافت وجه (خط) و دریافت سهام پایه (نقطه‌چین) ارائه شده است.

شکل ۵- فرآیند ابطال گواهی سپرده سهام



۶- تفاوت گواهی سپرده سهام با الگوی خارجی (رسید سپرده)

گواهی سپرده سهام طراحی شده در این پژوهش از چند جنبه با رسید سپرده تفاوت دارد و این امر موجب افزایش قابلیت این ابزار در مقایسه با الگوی خارجی خود می‌باشد. در ادامه این تفاوت‌ها اشاره می‌گردد.

الف) انسجام گواهی سپرده سهام نسبت به رسید سپرده

در کشورهایی نظیر آمریکا، برزیل انواع مختلف رسید سپرده بر حسب اهداف مختلف^{۶۲} ارائه شده است، این در حالی است که گواهی سپرده سهام در یک نوع، قابلیت استفاده برای کلیه اهداف را دارد.

ب) تجهیز گواهی سپرده سهام به اختیار خرید و فروش

با توجه قابلیت‌های قراردادهای اختیار خرید و فروش در کنترل و توزیع ریسک، در الگوی داخلی (برخلاف الگوی خارجی) این اختیارات به این ابزار تجهیز شده است و برتری چشمگیری نسبت به الگوی خارجی دارد.

ج) فروش سهام پایه بجای سپرده گذاری آن نزد نهاد واسط

در فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام بر خلاف الگوی خارجی، بجای سپرده گذاری سهام پایه نزد نهاد واسط، سهام پایه به وی فروخته می شود و نهاد واسط به پشتوانه سهام در اختیار خود، اقدام به انتشار گواهی رسید سپرده می کند و خود را مسئول در قبال دارندگان گواهی سپرده می کند، این در حالی است که در الگوی خارجی، نهاد واسط به به پشتوانه سهامی که نزد وی سپرده شده است، این اوراق را منتشر می کند و احساس مسئولیت کمتری نسبت به حالت اول دارد. در واقع در این حالت این نهاد به منزله امین (یا امانت دار) ایفای نقش می کند، اما در حالت اول خود را در مقابل سرمایه گذاران می بیند.

د) عمر معین گواهی سپرده سهام

برخلاف عمر نامحدود رسید سپرده، گواهی سپرده سهام عمر معینی دارد. در واقع یکی از مهمترین اهدافی که سهامداران عمده تمایل به انتشار گواهی سپرده سهام دارند، تامین نیاز مالی در کنار حفظ کنترل مدیریتی است. پس از رفع مشکل نیاز مالی (تا سررسید)، وضعیت سهامداران عمده به وضعیت قبل (قبل از نیاز تامین مالی) باز می گردد. اما در رسید سپرده تا زمانی که سهام شرکت در بورس دادوستد می شود، سهامداران عمده از کلیه منافع مالی سهام سپرده شده محروم خواهند ماند و این وضعیت خوشایند آنها نخواهد بود. با این وجود در الگوی داخلی این مشکل حل شده است.

۷- نتیجه گیری و بحث

در دو دهه اخیر، پیچیدگی و تنوع ابزارهای مالی گسترش چشمگیری در اروپا، آمریکا و کشورهای خاور دور داشته، حتی پاره ای از این ابزارها در بازارهای مالی بین المللی مورد معامله قرار گرفته و در این راستا بازارهای سرمایه به توسعه قابل توجهی دست یافته اند و سهم این بازارها در تامین مالی اقتصاد بخش واقعی رشد قابل توجهی داشته است. در واقع بازارهای سرمایه توسعه یافته در رقابت با سایر بازارهای مالی با معرفی ابزارهای مالی متنوع طیف گسترده ای از سرمایه گذاران و نهادهای نیازمند تامین مالی را بسوی خود جذب کرده اند. در این بین یکی از معروف ترین ابزارهای تامین مالی که هم در سطح ملی و هم در سطح بین المللی نقش مهمی در جذب نقدینگی به بازارهای سرمایه داشته است، رسید سپرده می باشد. این اوراق که در دو نوع ملی و بین المللی مورد استقبال بسیاری از شرکتها و بورسها در سطح جهانی قرار گرفته، علاوه بر نقش تامین مالی برای ناشر، موجب حفظ کنترل مدیریتی برای ناشر و همچنین افزایش نقدشوندگی در بازار سرمایه می شود. تجربیات جهانی بورسهای مختلف جهان نشان می دهد که این اوراق به نحو مناسبی نقش خود را ایفا نموده است. از اینرو نظر به اینکه بازار سرمایه کشور از نقدشوندگی پایین رنج می برد و همچنین بسیاری از شرکتهای بورسی که علی رغم نیاز شدید به تامین مالی به دلیل ترس از کاهش کنترل مدیریتی، حاضر به انتشار سهام جدید در بورس نیستند، پیاده سازی این اوراق در بازار سرمایه کشور می تواند کمک شایان توجهی به حل مشکلات این شرکتها و همچنین حضور سرمایه گذاران

خارجی بکند. از اینرو در پژوهش حاضر با الهام از مدل جهانی رسید سپرده، اقدام به معرفی مدل عملیاتی ساختار انتشار، دادوستد و ابطال گواهی سپرده سهام گردید. مدل بومی شده با تعیین عمر معین، تجهیز اوراق به ابزار اختیار خرید و فروش، سازوکار انتشار و... نسبت به مدل جهانی از برتری محسوسی برخوردار است. نظر به قابلیت‌ها و مزایای ذکر شده این ابزار جدید، پیشنهاد می‌گردد ظرفیت‌های قانونی و مقرراتی انتشار این ابزار در بازار سرمایه کشور فراهم گردد.

در پایان به این نکته اشاره می‌گردد که در مطالعات سایر محققان، ارتباط بین حجم معاملات رسید سپرده با سایر متغیرهای درون‌بازاری دیده شده و تاکنون مطالعه‌ای در خصوص آسیب‌شناسی این ابزار نشده است. در واقع نویسندگان بدون توجه به ایرادات این ابزار به بررسی رابطه آن با سایر متغیرها پرداخته‌اند. این در حالی است که در مطالعه حاضر با آسیب‌شناسی این ابزار، مدل عملیاتی آن (که عاری از ایرادات و کاستی‌ها ابزارهای جاری است) با انعطاف‌پذیری مناسب و در نظر گرفتن اصل "تنوع" معرفی شده است و انتظار می‌رود در آینده‌ای نزدیک به عنوان یک ابزار تامین مالی چندمنظوره در بازار سرمایه کشور مورد استفاده قرار گیرد.

فهرست منابع

- * یآوری، کاظم، شهیدی، آمنه، دهقان دهنوی، محمد علی و حسن حیدری (۱۳۹۵)، اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیر مالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، سیاستگذاری اقتصادی، شماره ۱۵، ۵۴-۲۵.
- * حیدری، کیومرث و صادق قاضی زاده (۱۳۹۳)، نقش بازارهای مالی در تامین مالی بخش اقتصاد واقعی (با تاکید بر بخش نیرو)، وزارت نیرو، گزارش پژوهشی.
- * کیانی، رضا، اسکندری، حمید و احسان عسگری فیروزجایی (۱۳۹۳)، تأمین منابع مالی با رویکردی بر بازار اوراق بهادار، گزارش پژوهشی، بورس اوراق بهادار تهران
- * A. Abdallah, A. Mohsen Saad (2011), The effect of cross-listing on trading volume: Reducing segmentation versus signaling investor protection Journal of Financial Research, 34, pp. 589-616
- * B. Han, (2011). "The Integration of Mainland and Hong Kong Securities Market." <http://hub.hku.hk/bitstream/10722/144771/1/FullText.pdf?accept=1>
- * G. Boyle, and R. Meade (2008). Intra-country Regulation of Share Markets: Does one size fit all?, European Journal of Law and Economics, 25(2), 151-165.
- * G. A. Karolyi, (2003), The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets, Review of Economics and Statistics.
- * J. H. Chen, and J. J. T. Huang, (1993). "Taiwan's Evolving Stock Market: Policy and regulatory trends." UCLA Pacific Basin Law Journal.
- * How to launch a Brazilian Depositary Receipts (BDRs) program • Guia
- * J. Wang, and H. Zhou, (2016) Competition of Trading Volume among Markets: Evidence from Stocks with Multiple Cross-Listing Destinations', Journal of Multinational Financial Management.

- * M.G. Noronha, A. Sarin, and S.M. Saudagaran, (1994), Testing for Micro-Structure Effects of International Dual Listings Using Intraday Data, *Journal of Banking & Finance*, 20, 965-83
- * M. Chang, R. Corbitt (2012), The effect of cross-listing on insider trading returns, *Accounting & Finance*, 52, 723-741
- * M. Saunders (1993), American Depository Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies, *Fordham International Law Journal*
- * N. Fernandes, M. Ferreira (2008), Does international cross-listing improve the information environment, *Journal of Financial Economics*, 88 (2008), pp. 216-244
- * O.H.Z Vázquez, J.G.M Jiménez (2016), The implicit impact of cross-listing on stock prices: A market microstructure perspective – The case of Latin American markets, *Contaduría y Administración* 61, 283–297.
- * R. D. Giorno, and D. Subelman, (2005). “DRs versus Local Stocks: The Cases of Chile, Brazil and Argentina,
- * S.h.batia, Assosicates (2014), AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS, A perspective for Indian corporates.
- * S. Padhi and H. Pallavi (2012), Depository Receipts: Comparison of Regulatory Frameworks in Taiwan, Brazil, Hong Kong, and India, the National Stock Exchange of India Ltd.
- * Statistics from Bank of New York Mellon (BoNY). (2008). “The Depository Receipt Markets 2008 Mid-Year Review.”
- * Securities Exchange Act of 1934, Chapter 8, Equity securities, qualifications for listing. HKEx’s Framework for Depository Receipts .
- * T. Eaton, J. Nofsinger, D. Weaver (2007), Disclosure and the cost of equity in international cross-listing, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29, 1-23
- * T. Lam Dang, F. Moshirian, C.K.G Wee, and B. Zhang, (2014), Cross-Listings and Liquidity Commonality around the World, *Journal of Financial Markets*.
- * Taiwan Stock Exchange fact book 2011, 2016
- * W. W. Wang, and C. C. Chao-hung, (2011), Liberalization of Taiwan's Securities Markets: The Case of Cross-Taiwan-Strait Listings, *Banking & Finance Law Review*, 26, 259-282.
- * Y. Kusnadi, (2015) Cross-Listings and Corporate Cash Savings: International Evidence, *Journal of Corporate Finance*
- * Taiwan Depository Receipts (TDRs), PricewaterhouseCoopers Taiwan
- * https://www.ctcbank.com/CTCBPortalWeb/appmanager/ebank/cb_en?_nfpb=true&_pageLabel=EN_CB_CM_corptrust_900017
- * http://www.supremecourtcases.com/index2.php?option=com_content&itemid=54&dpdf=1&id=2227
- * <http://barandbench.com/content/212/viewpoint-indian-depository-receipts>
- * http://www.finmin.nic.in/reports/Sahoo_Committee_Report.pdf
- * http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/ecb/ForConBondsScheme1993.pdf
- * http://www.finmin.nic.in/press_room/2014/Report_committee_framework_Capitalmarket.pdf
- * http://www.finmin.nic.in/the_ministry/dept_revenue/idr_report_20140609.pdf
- * https://www.pwc.in/assets/pdfs/Publications-2010/Indian_Depository_receipt.pdf
- * <http://www.manupatrafast.com/articles/PopOpenArticle.aspx?ID=4abecfc7-4af9-4788-bb24-9509ab6acdb4&txtsearch=Subject:%20Capital%20Market>
- * https://www.pwc.in/assets/pdfs/Publications-2010/Indian_Depository_receipt.pdf
- * <http://law.incometaxindia.gov.in/dittaxmann/incometaxacts/2005itact/section115AC.htm>
- * www.nyse.com
- * www.nasdaq.com
- * www.hkex.com.hk

- * www.set.or.th/en
- * www.twse.com.tw/en
- * www.bmfbovespa.com.br/en_us
- * <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml#III>
- * www.nseindia.com
- * www.nishithdesai.com
- * <https://www.jpmorgan.com>
- * <https://www.sec.gov/investor/a>
- * <http://www.adr.com>
- * <http://corporatelawreporter.com/2012/07/26/indian-depository-receipts/>
- * <http://www.slideshare.net/rksen/indian-depository-receiptidr>

یادداشت‌ها

^۱ براساس این گزارش سهم بخش بانکی، بودجه عمرانی دولت و میزان فروش اوراق بهادار با درآمد ثابت (دولتی و خصوصی) به ترتیب ۸۶، ۴ و ۲ درصد می‌باشد.

^۲ لازم به ذکر است که در چند سال گذشته روند معرفی ابزارهای جدید اعم از اوراق بدهی، صکوک، اسناد خزانه و برخی مشتقات مالی تسریع شده است.

^۳ Depositary Receipt

^۴ Depositary Certificate

^۵ Batia and Associates

^۶ NYSE

^۷ NASDAQ

^۸ AMEX

^۹ Over-The-Counter (OTC)

^{۱۰} Kusnadi

^{۱۱} Vázquez and Jiménez

^{۱۲} American Depositary Receipt

^{۱۳} Eaton and et al.

^{۱۴} Abdallah and Mohsen Saad

^{۱۵} Market Segmentation Hypothesis

بر اساس فرضیه بخش‌بندی بازار، عایدی ارزش‌گذاری (Valuation Gain) ناشی از انتشار رسیده سپرده بستگی به میزان ادغام کشور با بازارهای جهانی دارد. در این راستا هرچه محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی بیشتر باشد، عایدی ارزش‌گذاری شرکت‌ها از طریق انتشار رسیده سپرده افزایش می‌یابد.

^{۱۶} Chang and Corbitt

^{۱۷} Bonding Hypothesis

بر اساس این فرضیه، منافع خصوصی مدیران داخلی و سهامداران کنترلی، ریسک را برای سهامداران خرد افزایش می‌دهد و این امر موجب افزایش بازدهی درخواستی این گروه از سهامداران می‌شود. این وضعیت مانع افزایش سرمایه مورد نیاز از سوی مدیران و سهامداران کنترلی می‌شود و توانایی آن‌ها را برای تأمین مالی فرصت‌های رشد آتی محدود می‌کند.

^{۱۸} Lam Dang and et al.

^{۱۹} Liquidity Commonality

این اصطلاح به همبستگی بین نقدشوندگی سهام یک شرکت با نقدشوندگی کل بازار اشاره دارد.

^{۲۰} یعنی دارای محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی بیشتری هستند.

^{۲۱} Kusnadi

^{۲۲} Dual Listing

^{۲۳} Cash Savings Sensitivity

^{۲۴} Agency Problems

^{۲۵} Host market

بازار میزبان به بازاری اطلاق می‌شود که رسیده سپرده ناشر در آن منتشر می‌شود.

^{۲۶} Home market

بازار محلی به بازاری اطلاق می‌شود که سهام ناشر در آن پذیرفته شده است.

27. Deposit Agreement

28. Depository Certificates

29. Non-Voting Depository Receipts

^{۳۰} به عنوان نمونه براساس مقاله وانگ و ژنو (Wang and Zhou, 2016) در سال ۲۰۱۴ رسید سپرده برخی از شرکت آمریکایی و افریقای جنوبی در ۶ بازار سرمایه خارجی پذیرش شده بودند. همچنین رسید سپرده شرکت‌هایی از مکزیک و افریقای جنوبی در ۴ بازار سرمایه خارجی پذیرش شده بودند.

31. Global Depository Receipts

32. European Depository Receipt

33. Indian Depository Receipt

34. Hong Kong Depository Receipt

35. Visibility And Familiarity

36. Agency Problems

37. Liquidity Commonality

38. Price Synchronicity

39. Guaranteed ADR

40. Unguaranteed ADR

41. Qualified Institutional Buyers

42. Hong Kong Depository Receipt

43. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

شرکت خدمات مالی (معاملات و پایاپایی) هنگ‌کنگ در سال ۲۰۰۰ راه‌اندازی شد و در حال حاضر اپراتور و برگزار کننده بازار بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ می‌باشد.

44. Taiwan Depository Receipts

45. developed high-tech cluster

^{۴۶} شامل:

- (۱) قوانین شرکتی بورس اوراق بهادار حاکم بر بازنگری پذیرش اوراق بهادار
- (۲) مقررات تکمیلی قوانین شرکتی بورس اوراق بهادار برای بازنگری پذیرش اوراق بهادار
- (۳) قوانین مربوط به آیین دادرسی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای تأیید و افشای اطلاعات نهانی شرکت‌های پذیرفته شده
- (۴) قوانین مربوط به آیین دادرسی عملیاتی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای بازنگری پذیرش رسید سپرده تایوان
- (۵) بازنگری عملیاتی بورس اوراق بهادار تایوان (TWSE) برای پذیرش اوراق بهادار منتشر شده توسط ناشر خارجی که بایستی مطابق با آیین‌نامه دادرسی عملیاتی آن‌ها باشد.
- (۶) قوانین شرکتی TWSE حاکم بر قرارداد پذیرش رسید سپرده‌گذاری تایوان. این قوانین بر قراردادهای حاکم بین ناشر خارجی و نهاد سپرده‌گذاری برای پذیرش و انتشار TDR حکایت دارد.
- (۷) قوانین مربوط به آیین دادرسی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای بازنگری پذیرش اوراق بهادار
- (۸) آیین‌نامه دادرسی عملیاتی برای بازنگری اوراق بهادار خارجی برای پذیرش از سوی شرکت بورس اوراق بهادار تایوان

47. Brazilian Depository Receipts

^{۴۸} در بازارهای غیرمتشکل OTC معاملات تحت نظارت نهادهای مدیریت بازار نیست و بوسیله یک نهاد مالی که در چارچوب بازار اوراق بهادار برای توزیع و عرضه اوراق بهادار مشارکت می‌کند، صورت می‌پذیرد.

^{۴۹} سرمایه‌گذاران واجد شرایط خارجی موسسات مالی مجاز از سوی بانک مرکزی برزیل، شرکت‌های حامی و توابع آنها، شرکت‌های کارگزاری بیمه، شرکت‌های پس‌انداز سرمایه و سازمان‌هایی که خالص ثروت آنها بیش از ۲/۸۱۶۹ میلیون دلار آمریکا یا سبد اوراق بهادار آنها بیش از ۲۸۰۴۲۶ دلار می‌باشد.

^{۵۰} در بازارهای متشکل OTC معاملات تحت نظارت نهادهای مدیریت بازار است همچون بورس اوراق بهادار که فعالیت آن تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار برزیل است.

51. Lan Airline S.A., Pacific Ruviales Energy Corp., Solvay Indupa S.A.I.C, and TGLT S.A

52. Indian Depository Receipt

^{۵۳} سرمایه پرداخت شده، سرمایه‌ای است که شرکت با انتشار سهام در بازار بورس و دریافت وجه بدست می‌آورد.

54. qualified institutional buyers

55. Non-Voting Depository Receipt

^{۵۶} شرکت تایلندی NVDR در سال ۲۰۰۰ ایجاد شد که بورس اوراق بهادار تایلند با سهم ۹۹/۹۹ درصدی بزرگترین سهامدار این شرکت می‌باشد. این شرکت مسئول انتشار و خریدوفروش NVDR به سرمایه‌گذاران هندی و همچنین سرمایه‌گذاران خارجی است. این شرکت مسئول ثبت و مرکز سپرده‌گذاری هر دو اوراق بهادار و NVDR است.

57. Transferable Subscription Rights

58. foreign ownership restrictions

⁵⁹. the main board, odd lot board or big lot board

⁶⁰ با توجه به اینکه گواهی سپرده سهام دارای حق رای نمی‌باشد، جهت افزایش تمایل به خرید این اوراق، قیمت بازگشایی آن می‌تواند کمتر از قیمت بازاری سهام پایه باشد.

⁶¹ البته دارندگان گواهی سپرده سهام می‌توانند در برخی موارد که تصمیمات مجمع ارتباط مستقیمی با آنها دارد، مشارکت و رای دهند. به عنوان نمونه: عدم پرداخت سود سهام برای ۲ یا ۳ سال متوالی، تقسیم یا ادغام سهام، تصمیم‌گیری در خصوص نهاد واسط و ...

⁶² به عنوان نمونه ADR سطح یک برای عرضه در بازار خارج از بورس، ADR سطح دو برای عرضه در بورس، ADR سطح سه برای افزایش سرمایه و ADR قانون 144A برای عرضه خصوصی به خریداران واجد شرایط استفاده می‌شود.